

MARRINER ECCLES, um homem muito à frente do seu tempo (anos 30) e do nosso também



"A good many people believe Marriner Eccles is the only thing standing between the United States and disaster." - TIME Magazine, 1936

Nota de editor:

Iniciámos no passado dia 1 de Fevereiro uma longa série - de mais de 50 textos - cuja última parte está ainda em preparação. O presente texto "**Marriner Eccles e o Acordo de 1951 Tesouro-Reserva Federal: Lições sobre a Independência do Banco Central**", insere-se no conjunto de 17 textos que compõem a 1ª parte "**1. Alguns textos sobre Marriner Eccles, sobre o espírito de 33 e sobre os homens do New Deal**".

Esta série é desde logo o resultado do labor incansável e da mais elevada competência do seu autor, Júlio Marques Mota, e como o próprio refere é um trabalho, que leva mais de um ano em preparação e "*não foi um trabalho fácil porque, partindo do zero quase absoluto, tivemos de andar a deambular de*

texto em texto, aceitando uns, rejeitando outros, de referência bibliográfica em referência bibliográfica, cruzando textos e referências bibliográficas".

É com grande satisfação e orgulho que publicamos na língua portuguesa estes textos em torno das ideias e ações de Marriner Eccles, o mais brilhante de todos os Presidentes do Conselho de Governadores do FED nas palavras de Michael Pettis (e que fazemos nossas). Como diz Júlio Mota, "*Marriner Eccles é um dos maiores símbolos intelectuais da oposição fundamentada feita contra os teóricos criadores de catástrofes e os seus vassalos*" e cujas ideias e ação, segundo a Time referia em 1936, "*protegeram a América do abismo. Trata-se de ideias que na primeira metade do século XX ajudaram a fazer da América um grande país, e que vão contra as ideias destes falcões monetaristas (...) que querem fazer da Europa um insignificante continente*". E como conclui Júlio Mota os "*... tempos de ontem, afinal, não diferem muito dos tempos de hoje, a lembrar a frase de Peter Kenen: o mundo mudou muito mas os problemas são os mesmos. Os problemas são os mesmos e os políticos, pelo que se vê, são também os mesmos. É exatamente isto que confere uma extrema atualidade aos textos que iremos apresentar em torno da obra de Marriner Eccles.*"

Em virtude da grande extensão deste texto de Thorvald Grung Moe (mais de 100 páginas), o mesmo será publicado em 4 partes.

Seleção e tradução de Júlio Marques Mota

40 m de leitura (cada parte)

1. Alguns textos sobre Marriner Eccles, sobre o espírito de 33 e sobre os homens do New Deal

1.14. Marriner Eccles e o Acordo de 1951 Tesouro-Reserva Federal: Lições sobre a Independência do Banco Central



Por Thorvald Grung Moe



("Marriner S. Eccles and the 1951 Treasury-Federal Reserve Accord: Lessons for central bank Independence", ver [aqui](#))

Resumo

O Acordo entre Tesouro e Reserva Federal de 1951 é um marco importante na história do banco central. Conduziu a uma separação duradoura entre a política monetária e os poderes de gestão da dívida do Tesouro e deu origem à criação de um banco central independente centrado na estabilidade de preços e da macroeconomia. Este documento revisita a história do Acordo alcançado e explica qual o papel desempenhado por Marriner Eccles nos acontecimentos que conduziram ao Acordo. Como presidente do Conselho de Governadores desde 1934, Eccles foi também fundamental na elaboração de legislação bancária chave que permitiu ao Sistema da Reserva Federal assumir um papel mais independente na sequência do próprio Acordo. A crise financeira mundial gerou um interesse renovado no Acordo e nas suas lições para a independência do banco central. Este documento mostra que o apoio de Eccles ao Acordo - e à independência do banco central - estava claramente ligado às fortes pressões inflacionistas na economia dos EUA na altura, e que ele apoiou igualmente o financiamento do défice na década de 1930. Esta interpretação mais ampla do Acordo é a chave para uma visão mais equilibrada do papel de Marriner Eccles na Reserva Federal, onde as suas contribuições desde meados dos anos 30 até ao Acordo são consideradas igualmente importantes. Consequentemente, o Acordo não deve ser visto como o triunfo final da independência do banco central, mas sim como uma visão esclarecida para um papel político mais simétrico dos bancos centrais, com igual peso dado ao combate à inflação e à prevenção de depressões.

INTRODUÇÃO

O Acordo entre o Tesouro dos EUA e a Reserva Federal anunciado a 4 de Março de 1951 foi saudado como "o início do moderno Sistema da Reserva Federal" (Hetzel e Leach 2001, 53) e como "uma grande conquista para o país" (Meltzer 2003, 712). Conduziu a uma separação duradoura entre a política monetária e os poderes de gestão da dívida do Tesouro e estabeleceu um banco central independente centrado na estabilidade de preços e da macroeconomia.

Marriner S. Eccles foi um actor-chave nos acontecimentos que conduziram ao Acordo. Como presidente do Conselho de Governadores desde 1934, foi fundamental na elaboração de legislação bancária chave em meados da década de 1930 que permitiu ao Sistema da Reserva Federal assumir um papel mais independente na sequência do Acordo. Foi escolhido duas vezes para a presidência por Franklin D. Roosevelt, embora não por Harry S. Truman em 1948. Permaneceu no Conselho de Administração como membro ordinário, onde se opôs cada vez mais ao financiamento inflacionista da guerra pela Administração. Quando o conflito com o Tesouro chegou ao seu ponto culminante na Primavera de 1951, ele agiu com integridade e determinação para salvar a independência da Reserva Federal. O seu papel neste drama é algo surpreendente, uma vez que iniciou a sua carreira ao leme da Reserva Federal como "defensor da política orçamental" que pregava o financiamento do défice e a monetização da dívida pública. Mas como veremos, a sua posição foi bastante consistente quando vista numa perspetiva cíclica mais ampla, uma vez que estava igualmente preocupado com a inflação e a deflação.

Antes da recente crise financeira, a história do Acordo e a importância do conflito entre a Reserva Federal e o Tesouro foram largamente relegados para os livros de história¹. Mas a crise financeira global gerou um interesse

¹ O recurso chave para qualquer estudo do Acordo é o trabalho de Meltzer (2003). Há também uma edição especial de *Economic Quarterly* of the Federal Reserve Bank of Richmond que comemora o 50º aniversário do Acordo do Tesouro - Reserva Federal (Kramer 2001). O arquivo eletrónico do Banco da Reserva Federal de St. Louis contém uma riqueza de informação relevante; <http://fraser.stlouisfed.org/>. A autobiografia de Marriner Eccles (1951) e a biografia posterior de Sidney Hyman (1976) dão uma perspetiva mais pessoal sobre a criação

renovado no Acordo e na sua relevância para a atual formulação de políticas. A crise provocou também novas discussões sobre as políticas e a organização dos bancos centrais. Gillian Tett do Financial Times observou que o quadro analítico para as políticas dos bancos centrais precisa de ser atualizado ou mesmo que seja feita uma revisão radical (Tett 2011) e um relatório recente da Brookings argumenta que a abordagem convencional à banca central precisa de ser repensada (Brookings Institution 2011, p. 2).

A enorme expansão dos balanços dos bancos centrais levou alguns a questionar a sabedoria da política monetária não convencional, uma vez que estão preocupados com o facto do princípio da independência do banco central estar a ficar em perigo (Goodfriend 2011). Stephen Cecchetti do Banco de Pagamentos Internacionais (BIS) observou que "a subvenção implícita no empréstimo ao Bear Stearns foi claramente uma operação orçamental, não uma operação monetária; a Reserva Federal está efetivamente a atuar como agente orçamental do Tesouro" (Cecchetti 2009, 70). E Hervé Hannoun, também do BIS, acrescenta que"

Evitar a dominação orçamental² exigirá medidas decisivas por parte dos bancos centrais, mas também por parte de outros decisores políticos. Os bancos centrais terão de restabelecer uma separação mais clara entre a política monetária e a política orçamental... O resultado final é que a política monetária deverá ser reorientada para a manutenção de uma estabilidade de preços duradoura. (Hannoun 2012, 20-1)

Marvin Goodfriend da Reserva Federal de Richmond há muito que defende um "Novo Acordo" para limitar a capacidade do banco central de utilizar o seu balanço para políticas monetárias não convencionais. A sua ideia básica é que "o Congresso proporcionou ao Fed a independência necessária para desempenhar eficazmente as funções do banco central, e o Fed deve desempenhar apenas essas funções" (Goodfriend 2001, 31). Num documento recente, ele reitera a sua proposta de um novo acordo que procuraria "clarificar e limitar os poderes do Fed em matéria de política de crédito e preservar a sua independência em matéria de política monetária e de taxas de

do Acordo. Reich (2011) inclui um capítulo sobre a relevância das ideias do Eccles para a atual crise financeira.

² A política orçamental tornar-se-á ativa e a política monetária passiva, também referida como uma situação de dominação orçamental" (Bordo 2011, p. 49).

juro". Na sua opinião, "não se pode confiar num banco central independente para entregar ou decidir sobre a entrega de apoio orçamental ao sistema financeiro" (Goodfriend 2011, p. 3).

Um novo acordo de crédito que atribuisse ao Tesouro a responsabilidade de todos os empréstimos a instituições solventes, exceto os de muito curto prazo, teria uma série de vantagens, segundo Jeffery Lacker do Richmond Fed (Lacker 2009, p. 7). Mervyn King do Banco de Inglaterra acrescenta que o banco central "não tem mandato democrático para pôr em risco o dinheiro dos contribuintes" e "duvida bastante que a independência dos bancos centrais sobrevivesse à extensão das suas responsabilidades a áreas que são do próprio domínio do governo" (King 2012, p. 4).

Esta interpretação do Acordo de 1951 como a última inspiração para a independência dos bancos centrais - em todos os tempos - é, a meu ver, algo a-histórica. O apoio de Eccles ao Acordo - e à independência do banco central - foi certamente motivado pelo facto de a economia nessa altura ter estado perto do pleno emprego e por fortes pressões inflacionistas. Assim, o seu apoio a uma política monetária rigorosa no início da década de 1950 foi perfeitamente consistente com o apoio da Reserva Federal ao financiamento do défice público na década de 1930, quando havia uma enorme folga na economia. Para ele, era "o dever do Governo intervir para combater, tanto quanto possível, os dois males da inflação e da deflação" (Eccles 1935c, p. 1).

O Acordo "resolveu" o conflito agudo com o Tesouro e deu à Reserva Federal o controlo da política monetária para combater a inflação. Mas o Acordo não deve ser visto como o triunfo final da independência do banco central, mas sim como uma visão esclarecida para uma resposta política simétrica, com igual peso no combate à inflação e na prevenção de depressões.

Esta interpretação mais ampla do Acordo dá a chave para uma visão diferente do Acordo, onde as contribuições do Eccles desde meados dos anos 30 até à data do Acordo são consideradas igualmente importantes³. A independência do banco central é importante, mas não como uma virtude absoluta. Eccles favoreceu um amplo objetivo para os bancos centrais, nomeadamente o máximo emprego e estabilidade de preços, e valorizou a independência da Reserva

³ Vernengo (2006) fornece provas em apoio desta interpretação dos pontos de vista políticos de Eccles. Epstein and Schor (2011) partilham este ponto de vista.

Federal na medida em que esta apoiava este amplo objetivo. Por conseguinte, preferia uma abordagem coordenada entre a política orçamental e monetária para alcançar o pleno emprego e "uma vida decente para cada homem e mulher trabalhador". Esta forte postura moral é o seu legado duradouro e também a sua mensagem principal aos decisores políticos que enfrentam economias deprimidas e desemprego em massa.

Atualmente, as autoridades monetárias e orçamentais na Europa e nos EUA estão fechadas num "elaborado pas de deux"⁴ enquanto tentam chegar a acordo sobre respostas políticas adequadas para o enorme problema do desemprego. Este jogo de póquer de apostas elevadas entre banqueiros centrais e políticos tem todos os ingredientes do drama que conduziu ao Acordo; desta vez, porém, a diferença é que as economias avançadas enfrentam um desemprego elevado e uma inflação baixa. Eccles teria certamente concluído que os banqueiros centrais estão hoje a retirar as lições erradas do Acordo de 1951, e que deveriam antes ter em conta os seus conselhos políticos dos anos da Depressão, quando defendeu o financiamento do défice e uma política monetária acomodatória.

O problema com esta prescrição, evidentemente, é que ela vai contra décadas de ortodoxias económicas profundamente enraizadas - que orçamentos equilibrados e independência do banco central são sempre bons e que o financiamento monetário dos défices é sempre inflacionário⁵. (McCulley e Pozsar 2012, p. 12)

Uma revisão dos pontos de vista políticos de Eccles e da história do Acordo deveria, portanto, dar-nos uma melhor base para compreender o que era o Acordo e a sua relevância para a discussão em curso sobre a independência do banco central e a reforma da política monetária.

Este documento está estruturado em cinco partes. Em primeiro lugar, apresento uma visão geral das primeiras opiniões "keynesianas" de Eccles e da

⁴ "The political limits of central bankers", *Financial Times*, 8 June 2012, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/35023848-b177-11e1-9800-00144feabdc0.html#axzz25Vp6kH6H> "

⁵ O financiamento monetário (monetização) é um processo em duas fases em que o governo emite dívida para financiar a sua despesa e o banco central compra a dívida, deixando o sistema com uma maior oferta de base monetária.

sua teoria das políticas monetárias e orçamentais compensatórias. Depois faço uma síntese do que foi o processo que conduziu à Lei Bancária de 1935 e saliento as partes de especial importância para a futura Reserva Federal independente. Em terceiro lugar, reanaliso os pontos de vista de Eccles sobre o financiamento da guerra e a forma como a Segunda Guerra Mundial foi realmente financiada nos EUA. Isto conduz à quarta parte: "a batalha sobre as taxas fixas " e o drama que conduziu ao Acordo de 1951. A última parte conclui com uma avaliação do papel de Eccles na elaboração do Acordo, e uma discussão das lições que devemos tirar hoje para a independência do banco central e para a condução da política monetária.

MARRINER ECCLES-UM BANQUEIRO CENTRAL HETERODOXO.

Marriner S. Eccles nasceu em 1890 em Logan, Utah. Os seus pais estabeleceram-se neste estado quando vieram da Escócia na década de 1860, juntamente com outros mórmons que estavam à procura de uma vida melhor nos EUA. Através de trabalho árduo e de perseverança, o seu pai tornou-se um industrial muito importante, com numerosas empresas de madeira, construção, gado e refinação de açúcar. Embora Marriner tivesse apenas vinte e dois anos de idade quando o seu pai morreu (em 1912), foi rápido a assumir o comando dos extensos interesses comerciais do seu pai. Estabilizou as suas operações e logo se expandiu para a banca. Após uma série de aquisições ousadas, construiu a primeira holding bancária nos EUA - First Security Corporation - e assim tornou-se o principal banqueiro do Oeste.

A Grande Depressão atingiu duramente a indústria bancária, mas contra todas as probabilidades, Eccles foi capaz de manter todos os seus bancos abertos. Mesmo assim, ele observou como os seus clientes estavam a lutar, sem fim à vista. À medida que a crise persistia, foi-se convencendo gradualmente de que o aforro privado e o trabalho árduo não eram suficientes para tirar a economia da Depressão. As pessoas capazes e poupadas não conseguiam encontrar trabalho, e a ajuda privada era terrivelmente inadequada. Gradualmente desenvolveu uma visão mais radical dos defeitos da economia capitalista e concluiu que só o governo podia desencadear uma recuperação.

As opiniões "keynesianas" iniciais

Marriner Eccles desenvolveu as suas opiniões económicas independentemente do contacto com a teoria keynesiana ou com o debate académico nos EUA nessa época⁶. As suas opiniões eram surpreendentemente radicais e têm semelhanças impressionantes com as prescrições políticas posteriores de Keynes em *The General Theory of Employment, Interest and Money*.

Causas da Grande Depressão

De acordo com Eccles, a Depressão foi principalmente o resultado de "uma falta de equilíbrio entre o nosso capital ou a nossa capacidade de produzir e a nossa capacidade de consumir". Quando os trabalhadores não têm os meios para consumir, a produção é travada, não por falta de vontade ou desejo, mas devido à falta de poder de compra. Durante um período, este desequilíbrio pode ser sustentado por grandes quantidades de crédito. Foram desenvolvidas novas formas de extensão do crédito, tais como o crédito a prestações, o que permitiu que a prosperidade continuasse por um pouco mais de tempo. Mas "finalmente chega-se ao ponto de saturação - porque não se consegue manter para sempre o processo de consumo com base no crédito". Quando o crédito seca e os devedores começam a desalavancagem, as compras são reduzidas; segue-se o desemprego, e assim começa uma espiral descendente viciosa que força à descida de preços e salários e reduz a capacidade de pagar à medida que o tempo passa (Eccles 1933, p. 705-6)⁷.

Eccles argumentou que se tinha desenvolvido uma estrutura de produção distorcida, caracterizada por um excesso de recursos dedicados à produção de bens de capital financiados por crédito barato. Quando a crise por fim chegou, os devedores foram forçados a reduzir o seu consumo a fim de desalavancarem a sua dívida. O resultado foi uma sobreprodução de bens em

⁶ Eccles afirmou que, na altura, nunca tinha lido qualquer obra de J. M. Keynes (Eccles 1951, p. 132). Contudo, embora a ideia de que o governo deveria compensar a falta de procura privada efetiva numa depressão tenha sido desenvolvida independentemente por economistas americanos na Universidade de Chicago no início dos anos 30, não se sabe se Eccles estava familiarizado com os seus vários memorandos (emitidos em 1933 e 1934); ver também Hyman (1976, p. 128-9).

⁷ Esta explicação das causas da Depressão é surpreendentemente relevante como uma explicação para a atual recessão global.

relação ao rendimento disponível, e um desajustamento entre os bens produzidos e os bens necessários aos consumidores. A economia ficou com o problema intratável do endividamento excessivo e da falta de procura efetiva.

As pessoas não vão utilizar o crédito para pôr os homens a trabalhar até que obtenham uma procura do que produzem, e não vão obter a procura do que produzem até que criem emprego e dêem poder de compra ao consumidor. (Eccles 1932, p. 5)

O problema da distribuição desigual dos rendimentos

Eccles estava particularmente preocupado com o facto de que a grave "má distribuição dos rendimentos estar a aumentar a suscetibilidade da economia a choques e colapsos". O dinheiro poupado pelos ricos iria, em grande parte, para contas não utilizadas produtivamente, reduzindo a procura efetiva. "Se os rendimentos tivessem sido distribuídos mais equitativamente e as empresas não fossem tão grandes e ricas, uma parte bem maior do rendimento atual seria gasto em bens de consumo e uma proporção menor em bens de capital duradouro". Isto conduziria a um crescimento mais equilibrado e menos desemprego (Eccles 1935b, p. 19).

Marriner Eccles foi muito crítico em relação às acentuadas reduções dos impostos sobre as empresas e sobre as sucessões no final da década de 1920 e argumentou que estas tinham "beneficiado principalmente os ricos e levado à acumulação excessiva de riqueza". Combinadas com as políticas monetárias laxistas da Reserva Federal em 1927 e 1928, que facilitaram uma expansão desnecessária e indevida do crédito, estas reduções de impostos tinham lançado a economia para a Grande Depressão (Eccles 1932, p. 3). De acordo com Eccles, a desigualdade nos rendimentos não era geralmente apreciada na altura. Referiu-se a um estudo da Brookings (Leven, Moulton e Warburton 1934), que mostrou que em 1929, 0,1 por cento das famílias no topo recebiam tanto como os 42 por cento na base. "É óbvio que apenas uma pequena parte dos rendimentos de um décimo de um por cento é gasta em bens de consumo. É, na sua maior parte, poupada. Se este dinheiro poupado não for gasto em

bens de produção, não é gasto de todo. A consequência é um aumento do desemprego e uma redução dos rendimentos" (Eccles 1935b, p. 20)⁸.

Só o governo pode iniciar uma recuperação cíclica

Eccles ficou particularmente frustrado com os políticos em Washington que prometeram acabar com a Depressão através do equilíbrio orçamental. E, a este respeito, os Democratas eram tão maus como os Republicanos. De facto, Roosevelt usou uma retórica orçamental ainda mais forte do que Herbert Hoover quando concorreu à presidência em 1932:

Frases de grande sonoridade, recém-inventadas, não podem dar açúcar à pílula. Tenhamos a coragem de deixar de pedir empréstimos para satisfazer os nossos défices contínuos. ... As receitas devem cobrir as despesas de uma forma ou de outra. Qualquer governo, como qualquer família, pode, durante um ano, gastar um pouco mais do que ganha. Mas cada um de nós sabe que a continuação desse hábito significa a casa dos pobres. (Roosevelt, como citado em Eccles 1951, pp. 96-7)

No início de fevereiro de 1933, um mês antes de Roosevelt fazer o juramento de tomada de posse, Eccles foi convidado a apresentar o seu ponto de vista perante a Comissão de Finanças do Senado. Todos os outros duzentos oradores convidados dos sectores bancário e industrial pregaram o evangelho do equilíbrio orçamental. Eccles observou, contudo, o enorme desperdício resultante de recursos ociosos, que reduziu substancialmente o poder de compra e impediu os consumidores de adquirirem os bens necessários para sustentar a produção. E desafiou os políticos no Congresso: "Haverá algum programa do nosso Governo tão importante como o de parar esta grande perda

⁸Seguindo as políticas do New Deal de Roosevelt, esta tendência foi invertida e durante muitos anos os primeiros 1% dos rendimentos nos EUA não receberam mais do que cerca de 10% do rendimento total. Depois de 1986, esta situação mudou, e em 2007 a quota estava novamente perto dos 20% (18,3), em comparação com 19,6% imediatamente antes da Grande Depressão, ver <http://g-mond.parisschoolofeconomics.eu/topincomes/#Graphic> (World Top Income Database).

Um estudo recente do Gabinete do Orçamento do Congresso (2011, ix) concluiu que a maior parte do crescimento do rendimento entre 1979 e 2007 foi para o 1% do topo da população dos EUA. Como resultado, a distribuição do rendimento familiar após impostos nos Estados Unidos foi substancialmente mais desigual em 2007 do que em 1979.

e todo o sofrimento humano, devastação e destruição que lhe está associada?" (Eccles 1933, p. 719).

Eccles queria uma "liderança audaciosa e corajosa" que pudesse aumentar as despesas governamentais numa escala suficiente para aumentar os rendimentos e a procura de bens. Isto absorveria a capacidade não utilizada e tornaria rentável a expansão dos negócios. E mais empregos significariam rendimentos para mais pessoas, aumentando a procura de novas casas, o que poderia ajudar a indústria da construção a recuperar a sua rentabilidade (Eccles 1935b, p. 14).

A necessidade de mais poder de compra

De acordo com Eccles, era necessário um forte aumento do poder de compra das pessoas comuns para restaurar a saúde da economia. A menos que houvesse uma procura efetiva dos bens que poderiam ser produzidos, não haveria nova produção e, portanto, também não haveria rendimentos. "A menos que se crie emprego, não haverá poder de compra do consumidor" (Eccles 1932, p. 5). O aumento do poder de compra resultaria em mais produção e ainda mais rendimento nacional. E, observou Eccles, "só então e não antes é que o Governo pode esperar equilibrar o seu orçamento e o nosso povo recuperar o seu nível de vida" (Eccles 1933, p. 705).

Mais tarde, observou que o fluxo circular de dinheiro seria quebrado a menos que o dinheiro fosse gasto. "A procura não será suficiente, a menos que as empresas distribuam os seus rendimentos ao povo, e a menos que o povo devolva os seus rendimentos às empresas na compra dos seus bens e serviços. Isto significa, antes de mais, a manutenção de um elevado volume de salários" (Eccles 1944, p. 5). Assim, a base para a prosperidade económica é um fluxo constante de despesas suficiente para empregar todos os que desejam trabalhar. "Quanto mais a empresa privada conseguir fornecer o volume necessário de receitas e despesas, menos necessário será para o Governo - Federal, Estatal e local - fornecer emprego suplementar" (Ibid.).

Houve muitos que criticaram o seu programa de financiamento do défice e de empréstimos governamentais. Eccles respondeu que se os governos podiam legitimamente gastar milhares de milhões em armamentos durante as guerras,

"certamente deveriam sentir-se justificados em fornecer crédito ou dinheiro suficiente para cuidar dos desempregados através de obras públicas, ou um salário de desemprego ou uma combinação de ambos" (Eccles 1932, p. 6). "A proteção da vida e dos bens dos seus cidadãos em tempos de depressão e angústia como os que temos hoje, e a reconstrução da nossa estrutura económica e social e política, é tanto assunto do nosso governo como o era na época do período de guerra" (Ibid., p. 5).

Uma nação não pode ir à falência

Eccles foi acusado de ser um socialista e as suas propostas iriam, de acordo com os seus opositores, certamente destruir a boa reputação de crédito do governo dos EUA.⁹ O seu argumento, porém, era que os seus críticos não conseguiam ver a economia como um todo. Quando o governo pede dinheiro emprestado, segundo Eccles, "pedimos emprestado a nós próprios, e quando pagamos juros ou pagamos o capital da dívida assim criada, estamos a pagar-nos a nós próprios" (Eccles 1938, p. 4).

Se um homem se devesse a si próprio, não poderia estar falido, e uma nação também não pode. Temos toda a riqueza e recursos que alguma vez tivemos, e não temos o sentido, a liderança financeira e política para saber como utilizá-los (Eccles 1932, 5).

Eccles argumentou energicamente que só o governo federal dos EUA tinha os poderes criadores de dinheiro que poderiam acabar com a depressão através da utilização do crédito público à escala nacional. Os estados dos EUA, individualmente, não podiam agir desta forma. Não podiam chamar os homens à guerra ou fornecer milhares de milhões para esse fim. Apenas o governo federal tinha este poder. E, Eccles acrescentou, "quanto mais tempo esperar,

⁹ Eccles foi repreendido pela Congressista Jessie Sumner (R, IL) durante uma audiência na Câmara dos Representantes sobre as políticas "cada vez mais governamentais, mais estatais" da Administração Roosevelt e da Reserva Federal, quando ela disse, "você apenas ama o socialismo" (Woods 1990, p. 136).

maiores serão as suas dificuldades quando tiver de o fazer" (Eccles 1951, p. 106)¹⁰.

Na audição de 1933 perante o Congresso, observou que "o Governo controla a reserva de ouro, o poder de emitir dinheiro e crédito, regulando assim em grande medida a estrutura de preços". Deveria usar este poder de tributação para impulsionar a economia e mobilizar os recursos da nação em benefício do seu povo (Eccles 1933, p. 707)¹¹.

A necessidade de políticas compensatórias

Apesar dos seus antecedentes como banqueiro e industrial, Eccles foi levado a defender opiniões políticas que só mais tarde seriam defendidas de todo o coração pela Administração Roosevelt. Argumentou que, a menos que o governo interviesse para os evitar, "as democracias capitalistas continuarão a ter períodos de forte expansão e de forte contração".

Por conseguinte, é essencial desenvolver organismos públicos que, através de uma ação compensatória consciente e deliberada, evitarão a necessidade de ajustamentos drásticos para baixo ou para cima dos custos e preços, salários e estruturas de capital (Eccles 1935b, p. 1).

¹⁰ Alguns têm argumentado que os problemas atuais na zona euro são semelhantes aos problemas de cada estado americano, uma vez que os estados membros da União Europeia têm tão pouco poder para emitir dinheiro como os estados americanos locais; estão a utilizar uma moeda que é controlada por uma entidade externa (nos EUA, o governo federal; na UE, o Banco Central Europeu). Para uma análise recente dos problemas inerentes à zona euro, ver Papadimitriou e Wray (2012). Para uma crítica inicial do projeto do euro, ver Godley (1992).

¹¹ James Tobin (1950, p. 556) expressou pontos de vista semelhantes quando analisou o relatório do Congresso sobre a dívida nacional em 1950: "Uma dívida nacional é um fardo para a nação análogo ao fardo da dívida privada apenas se a nação estiver em dívida para com o estrangeiro. ... Felizmente, os 250 mil milhões de dólares (dívida de guerra dos EUA) são devidos pelo Governo aos seus próprios cidadãos. ... O pagamento de juros não é um esgotamento externo da nossa produção, e, graças ao poder de empréstimo do Sistema da Reserva Federal, o Governo nunca terá dificuldade em refinanciar a dívida existente ou em pedir mais dinheiro emprestado". Note-se a surpreendente semelhança com a situação atual no Japão.

Argumentou que estas agências, organismos públicos, teriam de ser guiadas pelo bem público, "uma vez que é a procura mal orientada pelo lucro que intensifica as oscilações à alta e à baixa ". Quando o sector privado retira o seu poder de compra, apenas o governo e o Sistema da Reserva Federal podem servir como "forças contrárias ou compensatórias" (Eccles 1935b, p. 17). As políticas orçamentais do Governo deveriam contribuir para a estabilidade, em vez de intensificar as flutuações comerciais, e os bancos da Reserva Federal deveriam variar a oferta de dinheiro para que os empréstimos estejam disponíveis para indivíduos e empresas em condições razoáveis.

Esta força compensatória levaria o governo a "contrariar grandes aumentos ou diminuições de despesas por parte da comunidade, variando as suas próprias despesas". Observou que "cartazes e placards " que incitavam os indivíduos a gastar mais falhariam, uma vez que estavam simplesmente limitados nas suas despesas pela falta de rendimentos e pelo elevado peso da dívida. O governo, contudo, podia emprestar e aumentar as suas despesas com segurança - "uma vez que éramos todos nós a fazê-lo".

A Reserva Federal deve atuar como agente compensatório, assumindo o controlo da oferta monetária e influenciando a taxa de despesas na economia. Mas Eccles também observou as limitações inerentes à política monetária, salientando que esta funcionaria melhor quando "os negócios estão a decorrer sem problemas". Se "o negócio entra em queda livre", o custo do dinheiro emprestado torna-se um fator menor nos cálculos dos produtores, e há pouco que as autoridades monetárias possam fazer. O entesouramento e o desentesouramento de saldos de caixa não utilizados por grandes empresas também tornaria difícil manter "um fluxo uniforme de dinheiro". Seriam então necessárias medidas orçamentais para relançar o fluxo de dinheiro (Eccles 1936, pp. 6-7).

Um plano em 5 pontos para a retoma da economia

Eccles propôs então ao Congresso um plano de cinco pontos para a recuperação, para acabar com o desemprego em massa e colocar a economia de volta ao bom

caminho (Eccles 1933, pp. 712-13). Devido à urgência do problema, ele pediu-lhes que adotassem imediatamente estas medidas¹²:

1. Disponibilizar amplos fundos a todos os Estados para serem utilizados para apoiar os desprovidos e os desempregados, enquanto se procura o relançamento da economia.
2. Atribuir fundos para obras públicas a cidades, condados e estados numa base liberal a uma taxa de juro baixa.
3. Adotar um plano para regular a produção agrícola e aumentar os preços.
4. Refinanciar hipotecas numa grande escala e a longo prazo a uma taxa de juro baixa.
5. Regularização permanente das dívidas soberanas numa base económica sólida, sendo preferível a sua anulação.

Instou o Congresso, em particular, a lidar com o enorme problema da dívida (entre aliados), observando que "o público não está totalmente informado sobre a impossibilidade dos nossos devedores estrangeiros cumprirem estas exigências" (para reembolso) (Ibid., p.728). A sua dívida só pode ser paga em bens, ouro, ou serviços, ou numa combinação dos três. "Os países devedores tentarão assim cumprir as suas obrigações produzindo e vendendo mais do que comprem a nós" (Ibid., p.729). Isto prejudicaria, contudo, as indústrias norte-americanas e teria um efeito deprimente sobre a economia nacional. Por essa razão, Eccles defendeu a anulação total da dívida para mitigar este efeito negativo em casa, "permitindo assim que a nossa economia, assim como a deles, prospere".

Devemos escolher entre aceitar um número suficiente de bens estrangeiros para pagar as dívidas estrangeiras devidas a este país, ou

¹² A Revista TIME (1936) assinalou numa reportagem de capa que o plano de Eccles apresentado à comissão do Senado em 1933 "acabou por ser nada mais nada menos do que um projeto detalhado do New Deal", embora tenham sido necessários vários anos para que FDR aceitasse plenamente a ideia do financiamento do défice.

cancelar as suas dívidas. Isto não é um problema moral, mas um problema matemático. O cancelamento destas dívidas soberanas que nos são devidas beneficiaria grandemente as nossas economias e ajudaria a reduzir o desemprego tanto nas nações devedoras como credoras. Uma parcela relativamente pequena da nossa população compensaria esta perda para o Tesouro através do pagamento do imposto sobre o rendimento e do imposto sucessório que se tornaria produtivo com o relançamento dos negócios. (Ibid.)

Instou também o Congresso a tratar frontalmente do problema da dívida interna e a iniciar aí também a reestruturação da dívida. A sua proposta de reestruturação da dívida reduziria os pagamentos anuais da dívida em pelo menos um terço e tornaria líquidos milhões em ativos para os quais não havia atualmente mercado. Isto, juntamente com o plano para aumentar os preços agrícolas, salvaria toda a indústria agrícola do que de outra forma seria um colapso geral, e ao mesmo tempo expandiria grandemente o poder de compra no sector agrícola, contribuindo assim para o relançamento em geral da economia (Ibid., p. 728).

Marriner Eccles sublinhou no final do seu discurso que o Congresso precisava de agir rapidamente, abordando o problema da dívida e do desemprego - "ou vamos ter um colapso de toda a nossa estrutura de crédito" (Ibid., p. 732). "Ou adotamos um plano que vai ao encontro desta situação sob o capitalismo, ou surgirá um plano que vai funcionar sem capitalismo. ... Temos simplesmente de cuidar dos desempregados ou teremos uma revolução neste país" (Ibid., p. 713, p. 733).

Arquiteto da Nova Reserva Federal

A transição para Washington

Após a sua apresentação perante o Congresso em fevereiro de 1933, Eccles voltou a Utah e retomou as suas atividades comerciais. No mês seguinte, a 5 de março, Roosevelt declarou feriado bancário nacional para 6 de Março, dois dias após a sua tomada de posse. Quatro dias depois, o Congresso aprovou a

The Emergency Banking Act, que deu ao Presidente poderes de emergência para regular o crédito, moeda e divisas. Após o feriado bancário, a maioria dos bancos sólidos reabriram com garantias governamentais, enquanto outros permaneceram fechados e foram encerrados. Eccles apoiou estas medidas políticas, mas ficou chocado com a retórica orçamental de Roosevelt que continuava a defender orçamentos equilibrados. Escreveu uma nota irritada aos seus associados comerciais, com cópias aos seus amigos políticos em Washington, afirmando que "parece-me que se a política de equilíbrio orçamental proposta for levada a cabo, só poderá resultar numa deflação ainda mais drástica, numa nova diminuição do poder de compra e num grande aumento do desemprego" (citado em Hyman 1976, p. 117)

A sua perseverança e as suas críticas construtivas acabaram por lhe permitir mais tarde um encontro em Washington no mesmo ano com os principais defensores do programa New Deal, nomeadamente Rexford Tugwell, um conselheiro próximo do Presidente. Durante uma série de reuniões com Tugwell, Eccles repetiu os seus argumentos a favor do financiamento do défice previsto pelo governo. No final da sua visita, Tugwell levantou a possibilidade de Eccles se juntar à Administração em Washington. Marriner Eccles mostrou-se relutante, e separou-se sem qualquer acordo firme. Mas no final do ano, Eccles recebeu um telegrama do Departamento do Tesouro a perguntar se estaria disponível para vir a Washington discutir certos assuntos monetários com o novo Secretário do Tesouro em exercício, Henry Morgenthau, Jr.

Após uma série de novas reuniões em Washington, DC, Eccles foi finalmente convencido a agir e não apenas a falar. E assim, a partir de 1 de Fevereiro de 1934, Marriner Eccles, o milionário e industrial de Utah, foi nomeado assistente do Secretário do Tesouro com um salário de 10.000 dólares por ano. Inicialmente Morgenthau pediu-lhe para analisar a situação dos recursos humanos do departamento do Tesouro, mas em breve Eccles estava ocupado com a legislação monetária e bancária chave. Isto incluía o que viria a ser a nova Lei Nacional de Habitação, que iria estabelecer a Administração Federal de Habitação e abrir caminho para uma nova forma de financiamento da construção de habitações nos EUA.

A missão de Eccles no Tesouro deveria ter a duração de apenas um ano, mas mais tarde nesse ano o Presidente do Conselho de Governadores do Sistema da Reserva Federal demitiu-se e a Administração começou a procurar um

substituto. Eccles foi um dos candidatos considerados, mas quando o Presidente lhe perguntou se estava interessado, rejeitou educadamente a oferta¹³. Disse ao Presidente que os interesses bancários privados, particularmente os grandes bancos de Nova Iorque, dominavam atualmente o Conselho de Administração. O Conselho não estava, portanto, em posição de impor o controlo público sobre a política monetária. Poderia recomendar operações de mercado aberto, mas os bancos regionais poderiam decidir não os acompanhar. (Hyman 1976, p. 155).

Mas Eccles acrescentou que se Roosevelt apoiasse mudanças no Sistema da Reserva Federal, então ele "ficar-lhe-ia grato por toda e qualquer consideração que pudesse ter para com a minha aptidão pessoal para servir como governador do Conselho da Reserva Federal" (Ibid.). O Presidente ficou intrigado com esta reação não habitual e perguntou a Eccles quais as mudanças específicas que tinha em mente. Eccles pediu algum tempo, e voltou a trabalhar numa proposta para uma revisão radical do Sistema da Reserva Federal. Numa reunião com o Presidente a 4 de novembro do mesmo ano, trouxe consigo um memorando preparado com a ajuda do seu assistente Lauchlin Currie¹⁴ chamado "Desirable Changes in the Administration of the Federal Reserve System" (Currie [1934] 2004). Isto viria a formar a espinha dorsal do Título II da nova Lei Bancária de 1935 que criaria um novo e mais responsável Sistema da Reserva Federal¹⁵.

¹³ Disse ao Presidente "que não aceitaria de modo nenhum o cargo de Governador a menos que fossem introduzidas mudanças no sistema do Federal Reserve" (Hyman 1976, p. 155).

¹⁴ Currie era um economista canadiano, formado na London School of Economics e na Universidade de Harvard. Foi um dos primeiros defensores do financiamento do défice público durante a depressão e tornou-se assistente de Eccles no Conselho da Reserva Federal, e mais tarde o primeiro economista na Casa Branca, um cargo que mais tarde passaria a fazer parte do Conselho de Consultores Económicos.

¹⁵ Roosevelt combinou astutamente a proposta de reforma do Sistema da Reserva Federal (no Título II da Lei) - que não passaria facilmente no Congresso - com duas outras propostas que tanto os banqueiros como o Congresso apoiavam. O Título I alterou as disposições de seguro de depósito permanente da Lei Bancária de 1933, enquanto que o Título III consistia principalmente em emendas técnicas. Ambos os Títulos I e III eram aguardados ansiosamente pela comunidade bancária, com o prazo limite de 1 de Julho a exercer pressão sobre o processo legislativo no Congresso.

Agitação para a Banca Central

O memorando defendia que o sistema monetário deveria ser utilizado para promover a estabilidade empresarial. A experiência tinha mostrado que, sem controlo público, a oferta de moeda tendia a expandir-se em períodos de forte expansão e a contrair-se em períodos de forte depressão. A produção, o emprego e o rendimento nacional eram determinados pela oferta disponível de dinheiro e depósitos, e a oferta deveria ser ajustada para atingir o nível desejado de rendimento e emprego.

O Conselho da Reserva Federal deveria ser reforçado para assegurar o grau necessário de controlo centralizado da política monetária para apoiar o programa de emergência em curso. O Conselho (em Washington, DC) deveria ter o controlo total sobre o calendário, carácter e volume das operações de mercado aberto, e os Governadores regionais deveriam ser nomeados anualmente e sujeitos à aprovação do Conselho da Reserva Federal.

Estas alterações eram necessárias para dar ao Conselho o controlo total das operações de mercado aberto, uma vez que tais decisões políticas na altura incluíam cerca de uma centena de pessoas a nível regional. A reforma proposta por Currie e Eccles concentraria, em vez disso, a autoridade e responsabilidade pela política monetária em Washington, DC.

Estas sugestões "introduziriam certos atributos de um verdadeiro banco central capaz de uma ação enérgica e positiva sem exigir uma revisão drástica de toda a Lei da Reserva Federal". A propriedade privada (dos bancos regionais do Federal Reserve) e a autonomia local são preservadas, mas sobre questões realmente importantes de autoridade e responsabilidade política, as decisões seriam transferidas para o Conselho de Administração. (Currie [1934] 2004, p. 269)

Durante duas horas inteiras Eccles explicou o seu memorando a FDR. O presidente escutou atentamente e, finalmente, bateu com as suas poderosas mãos na mesa no seu gesto característico de decisão e disse: "Marriner, esse é um programa de ação que você deseja. Vai ser uma luta muito dura para conseguir que seja aprovado. Mas mais vale fazê-la agora do que em qualquer outra altura¹⁶".

¹⁶ De Utah State History, People Who Made a Difference: Marriner S. Eccles. Disponível em: http://history.utah.gov/learning_and_research/make_a_difference/eccles.html.

Ao concordar com esta proposta, FDR aceitou a criação de uma autoridade monetária central com um grau de independência bastante elevado. As suas ideias e as de Eccles consistiam em centralizar o controlo em Washington, DC, longe do Banco Central de Nova Iorque, dominado pela banca, e em aproximar a Reserva Federal do Tesouro. Mas algumas das mudanças que mais tarde foram feitas pelo Congresso também tornaram a Reserva Federal mais independente da Administração, e assim abriram o potencial para futuros conflitos entre estas duas instituições "de vontade forte"¹⁷.

Controlo público sobre a moeda

Sobre o controlo público da moeda disse Eccles que o governo tinha a responsabilidade de promover a estabilidade empresarial. A depressão tinha mostrado que o sistema financeiro era instável quando deixado por conta própria e que a poupança individual, a economia e o trabalho árduo não eram a receita certa para a recuperação.

A economia do sistema como um todo difere profundamente da economia do indivíduo; que aquilo que é um comportamento economicamente sábio pela parte de um único indivíduo pode, por vezes, ser um suicídio coletivo se todos os indivíduos se empenharem coletivamente em fazer o mesmo; que o rendimento da nação é apenas a contrapartida das despesas da nação. Se todos nós restringimos as nossas despesas, isto significa restringir as nossas receitas, o que por sua vez é seguido por outras restrições nas despesas. (Eccles 1937, p. 4)

De acordo com Eccles, os períodos de forte expansão e os períodos de forte contração são uma característica recorrente das democracias capitalistas, a menos que se faça um esforço consciente para os evitar. Só uma ação compensatória do Governo, nomeadamente uma ativa política monetária

¹⁷ Meltzer (2003, p. 484) nota que Morgenthau apoiou o projecto de lei para conseguir um aliado no financiamento dos défices orçamentais do governo. Ele escreveu no seu diário: "Tenho esperado e não o mencionei a ninguém que à Reserva Federal fossem atribuídos poderes adicionais ... para que eles e o Tesouro possam partilhar a responsabilidade e possivelmente ajudar-nos no caso de entrarmos numa situação de aperto financeiro".

contracíclica, poderia estabilizar o sistema económico. "O sistema bancário deveria ser um dos nossos principais instrumentos para a promoção da estabilidade" (Eccles 1935a, p. 2).

Deixado a si próprio, o sistema bancário tendia a propagar as flutuações comerciais. Nos bons tempos, os bancos emprestavam mais, aumentando assim os seus ativos, bem como a sua base de depósitos. Eccles observou que "o *laissez faire* na banca e a obtenção de estabilidade comercial são incompatíveis. Para que as variações na oferta de moeda sejam compensatórias e corretivas em vez de inflamatórias e intensificadoras, tem de haver um controlo consciente e deliberado" (Ibid., p. 3).

O poder de cunhar dinheiro e regular o seu valor sempre foi um atributo do poder soberano. Com o desenvolvimento da banca de depósitos, porém, as agências privadas tinham ganho o poder de criar e destruir dinheiro sem a devida consideração pelas consequências para a economia como um todo. Eccles queria restabelecer a primazia do Estado nos assuntos monetários, e colocar a emissão de moeda sob controlo democrático. Ao centralizar o poder com o Conselho da Reserva Federal, o seu estatuto seria reforçado, bem como a sua capacidade de influenciar o volume das reservas. O novo Conselho da Reserva Federal desenharia a política monetária com a intenção de influenciar o comportamento dos bancos privados, de modo a contrariar o seu comportamento pró-cíclico. Para que isto fosse bem-sucedido, Eccles precisava de transferir o poder dos bancos regionais da Federal Reserve para o centro do Sistema. E a Lei Bancária foi o veículo para esta "grande reforma" (Ibid., p. 4).

Uma política de laissez faire na banca pressupõe uma economia com uma flexibilidade que penso ser inútil que nós esperemos alcançá-la. Por conseguinte, é absolutamente essencial desenvolver organismos públicos que, através de uma ação compensatória consciente e deliberada, evitarão a necessidade de ajustamentos drásticos à descida ou à subida dos custos e preços, salários e estruturas de capital. Se não desenvolvermos tais organismos, a nossa economia atual, e talvez mesmo a nossa forma atual de governo, não poderá sobreviver por muito tempo. (Eccles 1935a, p. 9)

Os argumentos para o Título II

O conselheiro de Eccles, Lauchlin Currie, apresentou mais argumentos para o Título II da Lei Bancária num discurso que proferiu em Filadélfia. Isto era obviamente necessário, observou ele, uma vez que muitos viam o projeto de lei "como uma trama sinistra por parte da Administração para capturar e destruir o sistema bancário na prossecução dos seus próprios objetivos indignos" (Currie [1935] 2004, p. 281). Isto, de acordo com Currie, era uma grave deturpação da sua posição.

O principal objetivo do Título II era, segundo Currie, o estabelecimento de uma autoridade monetária pequena e flexível com poderes para conduzir variações compensatórias no fornecimento de moeda para assegurar a estabilidade da atividade económica. A sua capacidade de conduzir a política monetária não deveria ser restringida pelo tipo particular de empréstimos que os bancos possam fazer. Na sua opinião "a principal função dos bancos é a de fornecer moeda e não a de satisfazer os requisitos de negócio para qualquer tipo particular de empréstimo" (Ibid., p. 281)¹⁸.

A nova autoridade monetária não seria subsumida sob a Administração na sua condução da política monetária, mas teria de cooperar com a Administração a fim de alcançar os seus objetivos monetários. Mas, na situação atual, "é altamente questionável se a estabilidade empresarial pode ser alcançada apenas através de meios monetários" (Ibid., p. 282). A política orçamental seria, portanto, o principal instrumento para relançar a economia, de acordo com Currie.

Ele acrescentou que o Sistema da Reserva Federal deveria ser mais do que apenas um fornecedor de empréstimos sazonais e de emergência (como previsto na Lei original da Reserva Federal de 1913). O Conselho de Administração conduziria a política monetária e não a política de crédito. "Esta mudança de ênfase é absolutamente vital para a compreensão da lei" (Ibid.). Mas a administração do crédito e a supervisão bancária seriam delegadas nos bancos regionais da Reserva Federal.

¹⁸ Isto foi em referência à política prevalecente de apenas descontar "bilhetes de dinheiro reais" (ou colateral comercial - real bills), ou seja, fornecer fundos aos bancos garantidos com empréstimos comerciais; a ideia era que isto reduziria de alguma forma a extensão dos empréstimos especulativos (ver Meltzer 2003, pp. 485-486).

Abordou então a "questão altamente controversa da relação da autoridade monetária com o Governo". Ao Congresso tinha sido atribuído o poder de cunhar moeda e regular o seu valor, mas era óbvio que este poder deveria ser delegado. A questão era: a quem?

A Reserva Federal é uma criação do Congresso e não da Constituição, e o seu dever é cumprir a vontade do Congresso. É necessário, portanto, que o Congresso mantenha algum grau de controlo sobre a autoridade emissora do dinheiro. O povo deve ter alguma forma, ainda que remota, de expressar a sua satisfação ou insatisfação com a forma como os poderes delegados de controlo do dinheiro estão a ser exercidos. (Ibid., p. 286)

Mas também era importante evitar uma dominação política indesejável. Currie defendeu um sistema em que o Presidente nomearia membros da direção, mas seria de esperar que estes agissem de forma relativamente independente. Para reforçar a sua posição, o projeto de lei previa prazos longos (doze anos), aumento dos salários e pensões dos membros do Conselho¹⁹, mais qualificações profissionais dos membros do Conselho, e um objetivo explícito para a política monetária²⁰.

Mas, "a melhor salvaguarda contra a manipulação da política monetária para fins partidários seria a plena publicidade e a consciência generalizada da importância e significado das políticas da Reserva Federal"²¹. Com a crescente consciência da importância da Reserva Federal, e com a plena luz da publicidade voltada para cada ação, Currie "não pensava que qualquer Administração se atrevesse a exercer pressão sobre o Conselho de Administração para prosseguir políticas por motivos políticos" (Ibid., p. 286).

Concluiu com um desejo de rápida aprovação da lei, que traria "um sistema monetário unificado e reativo onde os depósitos são tão seguros como a moeda, onde os instrumentos [de política] são tão bons que tornam possível uma ação de política monetária compensatória, e onde o organismo de controlo cooperará

¹⁹ Entre USD 12.000 e USD 15.000 por ano.

²⁰ Veja-se mais abaixo a discussão: a proposta para um novo objetivo de política não foi aceite pelo Congresso.

²¹ Veja-se hoje a ênfase sobre a ideia de "transparência" e "responsabilização."

com o Governo e, no entanto, estará livre do domínio político no mau sentido do termo" (Ibid., p. 288).

(continua)

2ª parte

Política de garantias e apoio à liquidez.

Ao flexibilizar os requisitos de garantias para redesconto na Reserva Federal, Eccles e Currie esperavam conseguir que os bancos emprestassem mais, e em prazos mais longos. Critérios de elegibilidade mais amplos permitiriam aos bancos da Reserva Federal verificar a contração e fazer empréstimos garantidos aos bancos membros, se necessário, por ativos não líquidos, embora seguros. Como Currie observou, "os bancos devem fazer empréstimos a longo prazo para justificar a sua existência" (Currie [1935] 2004, p. 285).

Eccles acrescentou que os bancos eram frequentemente criticados quando adquiriam ativos a longo prazo e aconselhados a cingir-se a empréstimos e investimentos comerciais de curto prazo. "Mas não preciso de vos dizer que esta proposta, se fosse seguida, seria fatal para os bancos" (Eccles 1935a, p. 8). A lei bancária preparou assim o caminho para a concessão de empréstimos bancários comerciais para bens imobiliários, uma vez que a proposta dava relevo à solidez e não à liquidez. Como Eccles observou, "um empréstimo amortizável em 20 anos é mais seguro do que um empréstimo imobiliário direto de cinco anos" (Ibid.)²².

A mudança na política de garantias também permitiria ao Sistema da Reserva Federal agir com mais força numa crise. "Um dos desenvolvimentos mais desastrosos em toda a depressão foi a corrida à liquidez por parte de milhares de bancos individuais e em virtude desta sua corrida impedindo efetivamente a possibilidade de liquidez" (Currie [1935] 2004, p. 285). A Reserva Federal tinha sido condicionada pelas exigências de garantias em 1931, quando houve falta de papel comercial entre os bancos que poderiam beneficiar do apoio do

²² O projeto lei dava aos bancos comerciais acesso ao negócio hipotecário e permitia-lhes fazer empréstimos amortizáveis por vinte anos até 75 por cento do valor avaliado dentro de 60 por cento da sua base de depósitos a prazo; esta foi uma grande mudança de política em relação aos empréstimos padrão de cinco anos que tinham estado em vigor até então.

Federal Reserve. Como consequência, não podia acrescentar liquidez ao mercado para contrariar a rápida contração dos depósitos na altura.

A Lei Glass-Steagall de 1932 tinha permitido temporariamente à Reserva Federal utilizar títulos do governo de operações de mercado aberto como garantia (para as notas da Reserva Federal). Agora Eccles sugeria "ser realista e desejável eliminar completamente os requisitos de garantia [para notas]" (Eccles 1935a, p. 7). Mas isto não significava que as notas seriam emitidas sem o apoio adequado. Qualquer aumento na emissão das notas seria contrabalançado por um aumento correspondente dos ativos do Banco da Reserva Federal. Mas não havia necessidade de limitar o desconto a meras notas comerciais de curto prazo. Esta mudança de política, observou Eccles, aumentaria grandemente a capacidade do Sistema para comprar títulos, retirar os bancos membros da dívida, e assim travar o processo de deflação (Ibid., p. 7).

Ao retirar o problema de liquidez da preocupação dos bancos individuais, e ao tornar todos os ativos sólidos elegíveis para desconto junto dos bancos da Reserva Federal, "os bancos poderiam concentrar os seus esforços em manter os seus ativos sólidos e prestar menos atenção à sua forma e maturidade" (Ibid., p. 9). E Eccles observou que o montante do empréstimo do FED seria limitado pela política geral de redesconto, bem como pela "lei não escrita de que o empréstimo não deve ser contínuo e deve ser apenas para fins de emergência e sazonais" (Ibid., p. 7).

Ao alargar os critérios de elegibilidade para o redesconto, "o problema da liquidez deixará de ser uma preocupação individual e tornar-se-á uma preocupação coletiva do sistema bancário" (Ibid., p. 9). Como Eccles observou quando apresentou o projeto de lei no Congresso: "As propostas contidas neste projeto de lei são simples e concretas; sem modificar a natureza essencial do Sistema da Reserva Federal, reforçam o seu poder para enfrentar futuras emergências e aumentar a capacidade dos bancos membros para facilitar a recuperação" (Congresso dos EUA 1935, p. 299).

Os objetivos do Sistema da Reserva Federal

Havia uma outra mudança que Eccles sentia ser necessária para que o Sistema da Reserva Federal se concentrasse na estabilidade da atividade económica e

não apenas nos empréstimos sazonais e no crédito de emergência. A Lei da Reserva Federal ainda afirmava que o Sistema deveria adaptar-se às necessidades monetárias e de crédito do comércio, agricultura e indústria. Eccles sentiu muito fortemente que o objetivo da Reserva Federal deveria ser alterado para lhe permitir "promover a estabilidade empresarial e moderar as flutuações na produção, emprego e preços" (US Congress 1935, p. 290). Um objetivo mais específico permitiria também ao Conselho da Reserva Federal "resistir à pressão política para a utilização da sua autoridade para fins incompatíveis com a manutenção da estabilidade empresarial" (Ibid., p. 291).

Currie acrescentou que se o novo objetivo fosse inscrito na lei, reduziria grandemente "o perigo de pressões políticas indesejáveis", uma vez que cada ação do Conselho seria amplamente discutida e julgada à luz deste novo objetivo. Se o Conselho tentasse deliberadamente manipular a política monetária para fins partidários ou para outros fins indignos, violaria a lei e estaria sujeito a destituição (Currie [1935] 2004, p. 287).

Esta alteração proposta não sobreviveu ao escrutínio do Congresso, e houve uma resistência especialmente forte por parte do Senador Glass. Ele recusou-se a aceitar o novo fraseado do mandato, afirmando que "era ser violento para com a democracia de Jefferson, uma vez que o efeito de uma tal mudança seria dar demasiado poder ao governo central" (Hyman 1976, p. 188). Apesar do forte apoio do congressista Steagall, que dirigia a análise do projeto de lei na Câmara dos Representantes, o objetivo da revisão morreu no Senado, e o mandato vago do FED desde 1913 foi levado por diante na nova lei bancária de 1935²³.

A Luta no Congresso

A aprovação da Lei Bancária não estava de modo algum assegurada, como FDR tinha avisado. O Senador Glass estava de mau humor depois de Eccles não lhe

²³ Após a Segunda Guerra Mundial, Eccles tentou novamente persuadir o Congresso a instituir um objetivo mais específico quando a Lei do Emprego foi promulgada em 1946. Mas o Congresso comprometeu-se numa formulação vaga de que todas as agências governamentais deveriam esforçar-se por assegurar "o máximo emprego, produção e poder de compra" e também não foram feitas alterações aos objetivos da Reserva Federal nessa altura (Meltzer 2003, pp. 611-12).

ter fornecido uma cópia antecipada do projeto de lei. Glass era um antigo secretário do Tesouro sob o Presidente Wilson, "pai" da Lei da Reserva Federal de 1913, e o membro mais antigo da comissão Bancária e Monetária do Senado. Não viu com bons olhos a tentativa de Eccles de reformar a Reserva Federal, e tentou assegurar que o projeto de lei não fosse aprovado. Juntou os grandes bancos nesta luta, uma vez que a maioria deles também era cética em relação ao projeto de lei. Temiam demasiado controlo político da Reserva Federal, demasiado financiamento dos défices e a perda do controlo privado das operações de mercado aberto.

Winthrop W. Aldrich, o presidente do Chase National Bank of the City of New York, expressou o receio que muitos banqueiros sentiram quando observou que a administração poderia utilizar o sistema "com o objetivo de criar um boom num momento em que se aproximasse uma eleição" e que o Tesouro poderia utilizar "... os bancos da Reserva como meio de financiamento" (Weldin 2000, p. 65)²⁴.

A resistência dos banqueiros ao projeto de lei confirmou a preocupação de Eccles de se poder bloquear quaisquer tentativas da Administração para obras públicas em grande escala. Ele pensou que a Reserva Federal teria de absorver uma grande parte dos títulos necessários para financiar tais obras, mas com os bancos privados a controlarem os bancos regionais da Reserva Federal, esta fonte de financiamento poderia facilmente ser bloqueada (Hyman 1976, p. 165). Isto tornou a aprovação da lei ainda mais urgente para ele.

Após a audiência inicial do projeto de lei na Câmara dos Representantes, tornou-se evidente que a passagem ali seria mais fácil do que no Senado. O Senador Glass estava a adiar por dias a audiência do Eccles perante o Comité Bancário e Monetário, produzindo todo o tipo de desculpas. Quando Eccles finalmente apareceu, tentou minimizar a natureza radical do projeto de lei, sublinhando que "não há nada neste projeto de lei que aumente os poderes de uma administração política sobre o Conselho da Reserva Federal" (Congresso dos EUA 1935, p. 280). Mas, observou, a lei reforçaria "o controlo público da função de fornecer os meios de troca ao povo dos Estados Unidos, tanto através da emissão de moeda como da regulação do volume de depósitos

²⁴ Este era filho do Senador Nelson Aldrich (1841-1915), que foi um dos principais arquitetos da lei de 1913 da Reserva Federal.

bancários". Eccles observou que este não seria certamente um assunto controverso.

Está em reconhecimento direto da exigência constitucional de que o Congresso deve emitir moeda e regular o seu valor. Ao delegar este poder, o Congresso escolheu, e, na minha opinião, escolherá sempre, delegá-lo, não a interesses privados, mas a um organismo governamental como o Conselho da Reserva Federal, criado pelo Congresso para servir de agência própria no cumprimento da sua responsabilidade de controlo monetário. (Ibid., p. 281)

Mas observou também que "a Reserva Federal não podia trabalhar em contracorrente relativamente ao Governo, em particular em momentos de emergência. Uma vez que as instituições bancárias centrais derivam o seu poder do Governo - são, de facto, criações do Governo - deve haver cooperação entre o Governo, que determina as políticas económicas, e o banco emissor, que determina as políticas monetárias" (Ibid., p. 284).

Na Câmara dos Representantes, o projeto de lei foi adotado de forma agressiva com a ajuda dos representantes Steagall e Goldsborough, e foi aprovado a 9 de Maio por uma votação de 271 a 110²⁵. Mas no Senado, o Senador Glass continuou a sua tática dilatória²⁶. À medida que o prazo de 1 de Julho se aproximava e não se vislumbrava qualquer compromisso, a indústria bancária aumentou a sua pressão no sentido de se retirar o Título II do projeto de lei. O Senador Glass sugeriu que o Título II poderia ser enviado de novo à comissão para mais estudo, mas Eccles observou que "estas diferenças de opinião representam diferenças fundamentais de abordagem aos problemas económicos" que não poderiam ser resolvidas por mais trabalho da comissão (Eccles 1951a, p. 216). Após intervenção direta de Roosevelt, o Senado finalmente aprovou a sua versão do projeto de lei sobre horas extraordinárias, em 2 de Julho. De acordo com Eccles, "era terrivelmente inadequado e estava

²⁵ Eccles observa que: "Não é exagero dizer que se não fossem Steagall e Goldsborough, toda a tentativa de revitalizar o sistema da Reserva Federal deveria ter sido morta à partida pelos próprios homens que primeiramente lhe deram vida" (Eccles 1951, p. 181).

²⁶ Glass tinha tentado em vão bloquear a nomeação de Eccles como presidente da Reserva Federal. Quase conseguiu, mas alguns encontros ocasionais de última hora mudaram a opinião entre alguns membros do comité, e Eccles foi confirmado a 25 de Abril (Eccles 1951, p. 204).

a um mundo de distância da versão agressiva que tinha passado na Câmara dos Representantes" quase dois meses antes (Ibid., p. 219), mas ainda assim é sempre melhor do que nada.

Quando a Câmara e o Senado convergiram para a elaboração do projeto de lei final nos procedimentos de conferência, Eccles trabalhou em estreita colaboração com Goldsborough para assegurar a passagem das partes mais substantivas do projeto de lei. Aconselhou Goldsborough a ceder em assuntos de menor importância mas assegurando ao mesmo tempo que as cinco disposições básicas do projeto de lei da Câmara prevaleceriam. Desta forma, o Senador Glass ficou com a impressão de que tinha ganho a batalha legislativa, embora "não se tenha apercebido de que o menor número de pontos em que Goldsborough levou a sua avante tinham uma importância combinada que era pelo menos igual à soma dos ganhos individuais de Glass" (Ibid., p. 221).

Quando o Presidente Roosevelt finalmente assinou a Lei Bancária de 1935, a imprensa retratou-a como "o Senador Glass conquista a vitória", e o próprio senador vangloriou-se ao dizer: "Não deixámos o suficiente do projeto de lei Eccles para acender um cigarro" (Phillips 1995, p. 127). Mas Eccles ficou satisfeito com a nova lei e notou que o Conselho da Reserva Federal estava agora no controlo firme e formal da política monetária, incluindo o estabelecimento de requisitos de reserva e a formulação de políticas de mercado aberto²⁷.

FINANCIAMENTO DA GUERRA E RECEIOS DE INFLAÇÃO

Em setembro de 1938, os presidentes dos bancos da Reserva Federal reuniram-se para considerar opções para a política em tempo de guerra. Concordaram que era importante estabilizar os mercados de títulos do governo, para evitar o problema do aumento das taxas de juro, uma vez que os investidores adiaram a compra de obrigações em antecipação de taxas ainda mais elevadas (Eichengreen e Garber 1991, p. 180). E no início do ano seguinte, o Federal Open Market Committee (FOMC) foi autorizado a comprar títulos do Estado para evitar que os seus preços baixassem (ou seja, que os

²⁷Na versão final aprovada pelo Congresso, a prática anterior de representação no Conselho da Reserva Federal pelo Tesouro e pelo FDIC foi abandonada. Isto seguramente reforçou a independência do Conselho.

rendimentos subissem). Esta era uma continuação da política de taxas de juro baixas dos anos 30, mas agora de uma forma mais formalizada.

O Tesouro queria taxas de juro baixas para apoiar a venda de títulos de guerra. O objetivo do Secretário do Tesouro Morgenthau era financiar pelo menos 50% do custo da guerra através de impostos diretos e o resto através de compras voluntárias de obrigações, às taxas mais baixas possíveis (Meltzer 2003, p. 588). O resultado final foi mais próximo dos 40% de financiamento por impostos e uma grande parte das obrigações estava nas mãos dos bancos²⁸. Esta baixa percentagem de absorção não bancária de títulos do Estado viria a tornar-se uma fonte constante de atrito entre o Tesouro e a Reserva Federal durante a guerra, e serviria de prelúdio para a luta sobre as taxas de juro que acabou por conduzir ao Acordo de 1951.

Financiamento de guerra: a estrutura de taxas de juro fixas

Depois dos EUA terem entrado na guerra, o Sistema da Reserva Federal concordou em março de 1942 em fixar as taxas dos títulos do Estado em 0,375 % para os Bilhetes do Tesouro e 2½ % para as obrigações longas. A taxa de longo prazo manter-se-ia a este nível até ao Acordo em março de 1951. Os bancos da Reserva Federal ofereceram-se para comprar todos os títulos que lhes fossem oferecidos a estes preços para evitar o aumento das taxas de juro^{29, 30}.

²⁸ Keynes defendeu um esquema de poupança obrigatório para financiar a guerra no Reino Unido. Morgenthau argumentou que tal não era necessário nos EUA, uma vez que ainda havia capacidade não utilizada na economia (Meltzer 2003, p. 588n8).

²⁹ Segundo Meltzer (2003, 594), o Tesouro não estava inicialmente interessado numa estrutura de taxas de juro fixas. Pediram ao Sistema da Reserva Federal para manter grandes reservas no mercado, de preferência reduzindo os requisitos de reservas. Quando a Reserva Federal se opôs, o Tesouro propôs então a taxa de 0,375%. A Reserva Federal concordou em março em apoiar "o padrão de taxas de juro (baixas)" e "o mercado geral a ser mantido sobre a atual curva de taxas".

³⁰ Eichengreen e Garber (1991, 180n8) argumentam que houve apenas um acordo informal sobre a taxa de obrigações de 2½ % embora não houvesse uma explicação convincente da decisão de estabelecer exatamente essa taxa. A Grã-Bretanha tinha fixado os seus títulos de dívida, ditos consols, em 3%, e os funcionários norte-americanos argumentaram que o crédito americano de qualidade superior justificava uma taxa mais baixa. Eccles e o Conselho de Administração consideraram que a taxa tinha sido fixada a um nível demasiado baixo (Hyman 1976, p. 283).

Embora a curva de rendimento acordada fosse um reflexo preciso do mercado na altura, pouco tempo depois, as recém estabelecidas taxas "garantidas" provocaram um reajustamento massivo das carteiras privadas de títulos de curto prazo para títulos de longo prazo. Os investidores venderam títulos em troca de obrigações de rendimento mais elevado, forçando a Reserva Federal a fazer o inverso. No final da guerra, o Sistema da Reserva Federal detinha praticamente todo o fornecimento de bilhetes do Tesouro (Eichengreen e Garber 1991, p. 181); "Os bilhetes do Tesouro deixaram de ser um instrumento do mercado" (Eccles 1951, p. 359).

Os bancos ofereciam aos seus clientes financiamento barato para comprar obrigações durante as campanhas do Tesouro, apenas para voltarem a comprar mais tarde essas mesmas obrigações. O Tesouro opôs-se oficialmente a esta política, mas pouco fez para a impedir. Como resultado, as compras não bancárias durante a guerra ascenderam a cerca de 147 mil milhões de USD, mas como uma grande parte destas foi revendida depois aos bancos, o sector não bancário ficou com um saldo de apenas 93 mil milhões de USD no final da guerra (Meltzer 2003, p. 591). E como Meltzer observou (Ibid., p. 598), "o resultado do financiamento da guerra foi muito diferente do plano dos fundadores [da Reserva Federal]: o Sistema tinha-se tornado [por essa altura] uma fonte indireta de financiamento governamental". Em breve se tornaria também uma fonte direta.

Em março de 1942, a Segunda Lei de Poderes de Guerra autorizou os bancos da Reserva Federal a adquirir títulos americanos diretamente junto do Tesouro. Eccles informou o Conselho sobre esta decisão após uma reunião com o Presidente Roosevelt. Como resultado, a Secção 14(b) da Lei da Reserva Federal teve de ser alterada³¹. Mas Eccles acrescentou que "o uso do novo poder só surgiria em circunstâncias excecionais como, por exemplo, numa situação em que uma emissão do Tesouro não pudesse ser temporariamente vendida e o Tesouro necessitasse de fundos, caso em que os bancos da Reserva Federal tomariam a emissão e revendê-la-iam depois ao mercado" (Conselho de Governadores do Sistema da Reserva Federal-BGFRS 1942, p. 3).

³¹ A Secção 14(b) da Lei da Reserva Federal continha uma proibição contra a aquisição direta pelos bancos da Reserva Federal de obrigações garantidas dos EUA que não no mercado aberto (BGFRS 1942, p. 2).

Enquanto que Eccles minimizou a decisão como "uma mera mudança no método de distribuição", Alan Sproul do Banco da Reserva Federal de Nova Iorque opôs-se à proposta. Ele considerou a mudança como sendo "de algum modo revolucionária", uma vez que o Sistema da Reserva Federal seria transformado num agente de distribuição de títulos do Governo. "Este método de funcionamento poderia ter efeitos inflacionistas e fazer com que o público perdesse a confiança nos títulos dos EUA" (Ibid., p. 6). Sproul foi, contudo, a única voz dissidente e a mudança de política foi adotada.

No final da reunião, Eccles observou que tempos excepcionais exigiam ações excepcionais. Qualquer tentativa do Sistema para afirmar a sua independência e opor-se à nova política "resultaria na perda de autoridade e influência que de outra forma poderia ter". Seria um erro que o banco central considera-se ser completamente independente, e "o tipo de independência que um banco central deveria ter era uma oportunidade de expressar a sua opinião em relação à determinação da política, e que depois de ter sido ouvido não deveria tentar fazer prevalecer a sua vontade, mas sim cooperar na execução do programa acordado pelo Governo" (Ibid., p. 8). A sua interpretação bastante cautelosa sobre a independência do banco central deve ter sido influenciada pela situação de guerra e as suas opiniões mudariam gradualmente à medida que o potencial de inflação do pós-guerra se tornaria uma ameaça mais iminente.

A mudança nos procedimentos operacionais foi de facto bastante revolucionária, e não apenas uma mudança técnica, como Eccles sugeriu³². A nova política permaneceria em vigor muito depois da guerra ter terminado. A Lei dos Poderes da Guerra foi estabelecida para expirar após o fim da guerra, mas o Conselho pediu a renovação por mais dois anos; e mais tarde essa competência tornou-se permanente (Meltzer 2003, p. 599). Esta mudança permitiu que o Tesouro continuasse a pedir empréstados montantes limitados diretamente à Reserva Federal. A partir de 1979, a duração de tais empréstimos e outras condições relacionadas com a utilização da facilidade foram restringidas, e em 1981 a autorização para tais empréstimos diretos ao Tesouro foi revogada definitivamente (Meulendyke 1989, p. 152n2).

³²De facto, a questão das compras diretas de papel governamental está no cerne do atual debate na zona euro sobre como resolver a atual crise financeira dita de dívida soberana.

Os temores de inflação de Marriner Eccles

Preocupações iniciais

Eccles já se preocupava com a inflação muito antes da guerra. Ele aderiu firmemente à opinião de que era necessário haver um equilíbrio entre a quantidade de dinheiro e a disponibilidade de bens. Por muito que tenha favorecido o financiamento do déficit na década de 1930, defendeu orçamentos equilibrados "em tempo de alta atividade empresarial" e observou com pesar que "muitos daqueles que nos anos da depressão falavam mais alto sobre os perigos inflacionários são os mais relutantes em fazer algo agora" (Eccles 1951, p. 346). E à medida que os meses passavam e as despesas com a guerra continuavam a acelerar, ele "vivía em grande preocupação para que a barragem que impedia a pressão inflacionista não cedesse" (Eccles 1951, p. 404).

Para Eccles, a inflação não era apenas uma questão de política económica, era também uma questão de justiça. "Ela prejudica sobretudo os idosos, os reformados, as viúvas, e os deficientes, os membros mais indefesos da nossa sociedade. Diminui o desejo de trabalhar, de poupar, e de planear o futuro. Provoca agitação e dissensão entre as pessoas e, assim, enfraquece a nossa produtividade e, conseqüentemente, o nosso esforço de defesa. Põe em perigo a existência do próprio sistema que todos os nossos esforços visam proteger" (Eccles 1951a, p. 2).

A pressão de Marriner Eccles sobre o Tesouro para aumentar os impostos a pagar pela guerra estava, portanto, em plena consonância com o princípio da política compensatória. Segundo Eccles, isto "implica uma vontade de contrariar o comportamento empresarial privado, não só quando a atividade económica está em baixa como quando está em alta " (Eccles 1937, p. 14). Esta era uma posição que ele já tinha assinalado durante a Depressão: "Não pode haver, penso eu, qualquer dúvida sobre a nossa capacidade de evitar que a recuperação se torne em inflação, e asseguro-vos que não está em causa o desejo da Administração de promover a estabilidade uma vez que a recuperação esteja totalmente assegurada³³" (Eccles 1935b, p. 16).

³³ Num comentário sobre um relatório do Congresso dos EUA, James Tobin declarou o mesmo ponto de vista: Um excedente orçamental deve ser utilizado quando a inflação ameaça, e só então, quer a dívida nacional seja zero ou 300 mil milhões de dólares (Tobin 1950, p. 557).

Política monetária bloqueada com a estrutura de taxas de juro fixas

O acordo entre o Tesouro e a Reserva Federal para apoiar a política de taxas de juro baixas da Administração teve a consequência não intencional de um grande aumento das reservas bancárias. Eccles observou com pesar que "o crédito potencial que o sistema bancário pode conceder hoje em dia é quase ilimitado" (Eccles 1951a, p. 12):

O sistema bancário anulou e compensou completamente o efeito da ação anti-inflacionista da política orçamental [política restritiva] do governo. O sistema bancário expandiu o crédito e os investimentos bancários, para além das obrigações do governo, num montante igual à dívida que o governo federal tinha criado. Os bancos, por outras palavras, criaram uma quantia de dinheiro tão rapidamente quanto o Governo Federal, através da sua política orçamental contraiu a oferta de moeda. (Eccles 1948b, 8)

Mas Eccles estava relutante em avançar contra o Tesouro. Observou que a Reserva Federal tinha "poderes adequados para impedir de imediato uma nova inflação do crédito bancário, mas para o fazer teriam de retirar o apoio ao mercado governamental" (Eccles 1948b, p. 12). E o Conselho estava também preocupado com o impacto no mercado de obrigações e sobre a estabilidade financeira em termos mais gerais se aumentasse a sua taxa de desconto³⁴

Certamente se fizermos o que algumas pessoas nos pedem, isto é, usar a autoridade tradicional do Sistema da Reserva Federal, retirarmo-nos do mercado de obrigações do Governo, deixarmos as taxas de juro subir como meio de parar a expansão do crédito, deixá-las subir tão alto que as pessoas simplesmente não vão pedir emprestado, ou deixá-las subir tão alto que certamente parariam a inflação - até onde iria parar o custo de carregar com a dívida pública se se seguisse essa política? (Ibid., p. 16)

Marriner Eccles observou que cerca de sessenta por cento da dívida pública (de 250 mil milhões de dólares) era detida pelo sistema bancário e que um aumento da taxa a longo prazo teria um impacto negativo nos balanços dos

³⁴ Muitos dos principais decisores políticos da altura ainda tinham memórias vivas da queda acentuada dos preços das obrigações do governo após a Primeira Guerra Mundial, quando um aumento acentuado das taxas para proteger o dólar tinha dizimado mais de 20% do mercado obrigacionista.

bancos. Assim, "a dívida deve ser gerida e a taxa de longo prazo [a taxa $2\frac{1}{2}$ por cento] deve ser protegida" (Ibid., p. 12). Um aumento das taxas também aumentaria os ganhos bancários, que já eram muito elevados, e funcionaria ainda como um desincentivo para os bancos emprestarem ao sector privado (Eccles 1946, p. 2). Portanto, Eccles concluiu que, "aumentar a taxa de desconto era puramente académico e não seria eficaz de qualquer forma" (Eccles 1948b, p. 13)³⁵.

Eccles também defendeu a manutenção de relações cordiais com o Secretário do Tesouro Morgenthau, embora durante a guerra isto se tenha revelado difícil. Houve numerosas escaramuças entre eles, pois o Tesouro insistia na venda de obrigações a taxas baixas para financiar o esforço de guerra, e a Reserva Federal estava cada vez mais preocupada com o facto de que o financiamento estava de facto a ser feito pelos bancos³⁶. A sua relação continuou a ser marcada pela situação na década de 1930, quando a capacidade da Reserva Federal para conduzir operações de mercado tinha sido limitada pelas suas pequenas participações em títulos do governo e o Tesouro tinha ameaçado utilizar o seu Fundo de Estabilização Cambial e outras contas do Tesouro para alinhar a Reserva Federal com os seus desejos políticos (Meltzer 2003, p. 484, p. 634). Durante a guerra, os funcionários do Tesouro falavam frequentemente aos membros do Conselho da Reserva Federal para lhes lembrar o seu compromisso (no esforço de financiamento da guerra) e verificarem os progressos alcançados (Hyman 1976, p. 284). E depois havia a diretiva de Roosevelt ao seu Gabinete (datada de 15 de julho de 1943) para resolver as diferenças políticas sem que isso se tornasse público e especialmente sem envolver a imprensa (Ibid., p. 300). Eccles respeitou a "proibição do Presidente contra a controvérsia pública dentro da administração", mas as relações com o Tesouro permaneceram tensas (Ibid., p. 305). O Tesouro preferia taxas baixas, enquanto que a Reserva Federal queria mais flexibilidade. Assim, as duas partes ficaram bloqueadas sobre quaisquer alterações nas taxas de juro.

³⁵ Acrescentou que tanto quanto a Reserva Federal apoiasse o mercado obrigacionista, estava a fornecer dinheiro para os bancos emprestarem. "Nestas circunstâncias, aumentar a taxa de desconto não faz sentido" (Eccles 1948b, p. 13).

³⁶ Veja-se Hyman (1976, p. 293n30) para mais detalhes.

A Reserva Federal está relutante em atuar

Cerceada e impossibilitada de utilizar os seus principais instrumentos políticos, a Reserva Federal pressionou o Congresso para que lhe fossem conferidos poderes suplementares. Repetiu estas exigências nos seus relatórios anuais em 1946, 1947 e 1948, sem suscitar uma reação do Congresso ou obter a aprovação da Administração (Eccles 1951, p. 426). Assim, enquanto Eccles desejava restabelecer a função monetária central da Reserva Federal (Eccles 1946, p. 14), também permaneceu empenhado em proteger a taxa de longo prazo de $2\frac{1}{2}$ por cento³⁷. Como resultado, a Reserva Federal acabou por monetizar toda a dívida que outros não estavam dispostos a manter em face da estrutura da curva de resultados (Chandler 1949, p. 419).

O Conselho procurou então outras formas de restringir o crédito. Em janeiro de 1946, decidiu aumentar os requisitos de margem para 100%, num esforço para travar o comércio especulativo em Wall Street e continuou a explorar outras medidas administrativas, tais como requisitos especiais de reserva, reservas para empréstimos, e até orientações voluntárias³⁸. No entanto, Eccles reconheceu que a restrição voluntária teria pouco efeito e continuou a pressionar o Congresso a favor de poderes suplementares.

Em retrospectiva, Eccles "lamentou que o Conselho não tenha tomado uma posição mais independente [durante este período] apesar da resistência do Tesouro. Não havia justificação para o nosso apoio continuado à política de dinheiro barato do Tesouro do tempo de guerra" (Eccles 1951, p. 425). Mesmo assim, a posição de Eccles na altura não era única. Era opinião generalizada que a política monetária deveria apoiar a política orçamental da Administração, e acreditava-se que a política orçamental tinha um efeito muito mais poderoso

³⁷ "A única coisa que não se pode fazer é ter a confiança abalada nessa taxa de $2\frac{1}{2}$ por cento. Se a deixar passar abaixo do par, há sempre uma questão, para onde é que ela vai? Porque as pessoas lembram-se, muitas delas, do que aconteceu depois da última guerra quando deixaram esses títulos ir abaixo do par" (Eccles 1947, p. 620).

Nota de tradutor: diz-se que um título é negociado abaixo do par quando é negociado abaixo do seu valor facial.

³⁸ Eccles concordou que o efeito sobre a inflação derivado do aumento da exigência de margem seria menor e sugeriu que a atividade especulativa poderia ser melhor tratada através de um imposto adequado sobre mais-valias (BGFRS 1946, p. 2).

nos preços e na atividade económica do que as alterações na oferta monetária ou na taxa de juro (Meltzer 2003, p. 581)³⁹.

Como Eccles disse ao Congresso em 1947: "Duvidamos que um aumento razoável das taxas de juro a curto prazo, nas atuais condições de rentabilidade da atividade económica, dissuadissem os mutuários. Não acreditamos que isso dissuadissem efetivamente os mutuantes" (Eccles 1947, p. 8). Ele foi ainda mais longe numa carta ao Secretário do Tesouro Snyder em Abril de 1946, observando que "queremos sublinhar com toda a força que podemos ordenar que o nosso objetivo e política não se baseiam no desejo de um nível mais elevado de taxas de juro ... mas inteiramente com base em desincentivar mais monetização desnecessária da dívida" (citado em Eccles 1949b, p. 11).

Pressões inflacionistas

Quando a guerra terminou, o Congresso quis remover imediatamente todos os controlos salariais e de preços em tempo de guerra. A Administração hesitou e alargou alguns dos controlos, mas finalmente cedeu. Para equilibrar o impacto dos preços, eles apertaram o orçamento, mas este efeito foi anulado pelo forte crescimento do crédito por parte do sistema bancário. O resultado foram fortes pressões inflacionistas; os preços por grosso nos EUA aumentaram 25 por cento numa base anual (Eichengreen e Garber 1991, p.183).

Eccles observou que, apesar de orçamentos equilibrados, a oferta de dinheiro estava a aumentar mais rapidamente do que os bens se tornavam disponíveis: "o fornecimento de dinheiro continua excessivo em relação à produção total" (Eccles 1948a, p.3). Ele e o Conselho da Reserva Federal opuseram-se ao fim dos controlos de preços e salários, e também à revogação prematura do imposto sobre os lucros excedentários em 1945 (Meltzer 2003, p. 608). Eccles argumentou que "quando a guerra acabar, deve ser evidente para todos que a necessidade de controlos é muito maior, se não é ainda mesmo mais importante, do que durante a guerra" (Eccles 1948b, p. 5). Ele sentiu que o governo não compreendeu a seriedade do "problema da inflação". Teria sido muito melhor

³⁹ Meltzer observa que "esta crença na impotência da política monetária estava tão generalizada que foi difícil encontrar qualquer memorando que sugerisse o contrário" (Meltzer 2003, p. 634).

manter os controlos e adiar as reduções de impostos "até que a oferta estivesse mais em equilíbrio com a procura" (Eccles 1951, p. 411). O resultado líquido da remoção de "todos os controlos essenciais" foi mais inflação após a guerra do que durante a guerra: "A inflação real não se verificou entre 1940 e 1945; a inflação real produziu-se nos últimos dois anos com a retirada prematura dos controlos" (Eccles 1948b, p. 7).

Eccles levantou a questão várias vezes junto do Secretário do Tesouro Vinson, mas a resposta foi sempre a mesma: "A proposta iria aumentar a já grande carga de juros da dívida pública" (Eccles 1951, p. 423). Eccles explicou que a Reserva Federal tinha um mandato do Congresso para controlar a inflação, e que a atual política de taxas fixas se somava às pressões inflacionistas. Mas o Tesouro argumentava com base "na filosofia de taxas de juro baixas e cada vez mais baixas; que as taxas baixas têm pouco efeito na inflação, e que a inflação tem de ser tratada por medidas diretas, e não monetárias" (Eccles 1949b, p. 5). O Tesouro acusou a Reserva Federal de "encenar uma política de bloqueio, recusando-se a executar a política do Tesouro", enquanto Eccles observou que "se executássemos a política do Tesouro não cumpriríamos as nossas obrigações para com o Congresso no domínio da moeda e do crédito" (Eccles 1951, p. 424).

Como resultado, as taxas de juro permaneceram baixas, os preços continuaram a subir, e finalmente o Presidente Truman convocou uma sessão especial do Congresso (no Outono de 1947) para restaurar o controlo dos salários e dos preços. O Congresso não aprovou as suas propostas, mas em vez disso autorizou a Reserva Federal a controlar o crédito ao consumo e os empréstimos a prestações, numa tentativa de travar o crescimento muito rápido do crédito do sector bancário.

Então, em 1948, uma breve recessão levou a uma breve pausa da inflação. Os preços por grosso pararam de subir e a produção industrial estabilizou. À medida que a procura de empréstimos diminuiu, os bancos e companhias de seguros começaram mais uma vez a comprar obrigações do Tesouro (Eichengreen e Garber 1991, p. 184). O Conselho da Reserva Federal considerou a recessão como temporária, e também como um interlúdio bem-vindo na sua luta contra a inflação. Por conseguinte, tentou impedir a queda das taxas de juro durante a recessão, vendendo obrigações. A Reserva Federal chegou mesmo a considerar aumentar os requisitos de reserva (Eccles 1948a,

p. 4; Meltzer 2003, p. 668). A ação da Reserva Federal foi amplamente criticada por agravar a recessão (Eichengreen e Graber 1991, p. 184). E esta também mostrou como era difícil para o Conselho de Administração transcender a agenda política do passado⁴⁰.

No início de 1950, a produção industrial tinha recuperado e os preços ao consumidor começaram a subir novamente. O ressurgir das pressões inflacionistas resultou em novas aquisições de obrigações pelo Sistema da Reserva Federal. O Conselho continuou a pressionar no sentido de taxas ligeiramente mais elevadas, mas o Tesouro continuou a resistir. Por esta altura, contudo, a situação orçamental veio juntar-se às preocupações do FOMC. Após três anos de excedentes, o orçamento de 1950 apresentou uma situação de défice. Com a defesa e as despesas de ajuda externa a aumentar, parecia haver menos margem para redução da base monetária (Meltzer 2003, p. 680). O Tesouro voltou a emitir novos títulos para financiar o défice e só permitiu aumentos muito modestos das taxas de curto prazo. A taxa de juro a longo prazo permaneceu entre 2,38 e 2,43 por cento durante todo o ano.

O regresso da expansão e da inflação levou Alan Sproul da Reserva Federal de Nova Iorque a pressionar no sentido de uma política mais firme do Conselho de Administração, para enviar "um sinal a toda a comunidade financeira e ao público de que houve uma mudança na nossa política à luz da alteração da situação da atividade económica e do crédito" (Meltzer 2003, p. 682). Sproul estava disposto a confrontar o Tesouro, aumentando as taxas a curto prazo e, se necessário, deixando as obrigações a longo prazo descer abaixo do par (ou seja, permitir que os seus rendimentos subissem acima dos 2,5 por cento). Eccles deu um apoio limitado a Sproul. Ele achava que o mercado ainda não era suficientemente flexível para permitir flutuações mais amplas nos preços das obrigações a longo prazo. E outros membros temiam que "uma grande emissão do Tesouro nestas condições pudesse desencadear um reajustamento demasiado rápido no mercado de obrigações de empresas com efeitos indesejáveis na psicologia empresarial" (BGFRS 1950a, p. 7). A questão permaneceu por resolver, uma vez que o Secretário do Tesouro Snyder se

⁴⁰ No entanto, o Conselho de Administração reduziu os requisitos de reserva por várias vezes durante o segundo trimestre de 1949. O Presidente McCabe observou que isto provou a inerente "flexibilidade da estrutura e organização do Sistema da Reserva Federal" (McCabe 1949, p. 495).

recusou a aumentar as taxas de oferta sobre as novas emissões. Como o Fed não estava preparado para deixar falhar as novas emissões, comprou fortemente, compensando parte das suas compras com vendas de letras. "Assim, a primeira verdadeira escaramuça entre o Fed e o Tesouro terminou com o Sistema a apoiar as taxas fixadas pelo Tesouro" (Meltzer 2003, p. 683).

O ACORDO ENTRE O TESOIRO E A RESERVA FEDERAL DE 1951

Dramatis personae

Eccles iniciou a sua carreira em Washington como assistente do recentemente nomeado Secretário do Tesouro, Henry Morgenthau, Jr. Henry Morgenthau acreditava firmemente em orçamentos equilibrados, que continuariam a ser uma fonte constante de discórdia entre os dois homens. Eccles era também uma pessoa de vontade forte com opiniões independentes sobre política orçamental, que as transmitiria diretamente ao Presidente. Isto certamente não melhorou as relações entre a Reserva Federal e o Tesouro. E as tensões permaneceram, mesmo depois de Morgenthau ter sido substituído pelo Secretário Snyder, o que indicava que poderia haver razões estruturais mais profundas para a constante fricção entre as duas agências. Finalmente, Eccles acabou por cair com a Administração Truman e foi substituído como presidente por Thomas McCabe⁴¹. As tensões continuaram a aumentar até ao Acordo de 1951. Depois, surpreendentemente, McCabe foi substituído e o Secretário Adjunto do Tesouro McChesney Martin, que tinha negociado o Acordo com a Reserva Federal, foi nomeado presidente. Martin tornar-se-ia a ser o presidente que mais tempo esteve em funções na história da Reserva Federal e a defender a sua independência recentemente conquistada.

Para melhor compreender a rivalidade institucional entre o Tesouro e a Reserva Federal antes do Acordo, uma breve nota sobre as pessoas-chave envolvidas é aqui apropriada.

⁴¹ Eccles permaneceu no Conselho como um membro ordinário, e continuou a ter uma forte influência na política monetária, juntamente com o Presidente Sproul da Reserva Federal de Nova Iorque.

Morgenthau e Eccles

Henry Morgenthau, Jr. (1934-1945) foi nomeado Secretário do Tesouro pelo seu bom amigo, o Presidente, em 1934. Apesar da sua amizade com Roosevelt, Morgenthau era um economista ortodoxo que se opunha à economia keynesiana e desaprovava fortemente o financiamento da despesa pelo défice. Ele indicou Eccles em 1934 para Presidente do Conselho de Governadores da Reserva Federal, mas continuaria a lutar contra Eccles pelo controlo do crédito e da política monetária durante o resto do seu mandato. Enquanto Eccles era favorável ao financiamento compensatório, Morgenthau apelou ao desejo de Roosevelt de um orçamento equilibrado. Morgenthau demitiu-se em 1945.

Marriner S. Eccles (1934-1951) iniciou a sua carreira em Washington como assistente de Morgenthau em 1934. A sua primeira grande tarefa foi conceber a nova Lei Nacional da Habitação, que se destinava a revitalizar a indústria da construção. Quando foi nomeado presidente da Reserva Federal, Eccles começou imediatamente a reformar o Sistema da Reserva Federal. Também pressionou Roosevelt para que este defendesse o financiamento da despesa pública pelo défice como remédio para o problema do desemprego, mas só foi bem-sucedido com o advento da guerra. Eccles era considerado simultaneamente um homem "excêntrico" e um "fanático" com pouca consideração pelas subtilezas da política de Washington. Confrontar-se-ia frequentemente tanto com banqueiros como com políticos, e persistiria teimosamente em levantar questões impopulares (como a necessidade de unificar o sistema fragmentado de supervisão bancária dos EUA). Ele não foi reconduzido em 1948. Embora o Presidente Truman não desse qualquer razão para retirar Eccles como presidente (Meltzer 2003, p. 656), Eccles suspeitava que a sua investigação sobre o Bank of America terá sido um fator importante⁴². Eccles continuou a servir como membro ordinário do Conselho até à sua demissão em 1951, pouco depois de o Acordo ter sido acordado.

⁴² Veja-se Weldin (2000): "A.P. Giannini, Marriner S. Eccles, and the Changing Landscape of American Banking", para a história completa sobre este fascinante capítulo da história bancária americana.

Snyder e McCabe

John W. Snyder (1946-1953) foi nomeado secretário do Tesouro em 1946, quando Fred Vinson deixou o Tesouro para se tornar presidente do Supremo Tribunal. Snyder era um velho amigo de Truman. Durante a guerra, serviu como vice-presidente executivo da Defense Plant Corporation, uma subsidiária da Reconstruction Finance Corporation (RFC). Quando Truman se tornou presidente, Snyder avançou rapidamente em Washington. A sua nomeação para Secretário do Tesouro foi descrita por uns como "governo por compadrio" e por outros como "uma escolha pouco inspirada, uma escolha que parecia ter sido feita demasiado apressadamente por Truman". A imprensa descreveu-o como "um pequeno banqueiro dourado de St. Louis" (Weldin 2000, p. 148). A abordagem de Snyder à política orçamental quase não variou da de Morgenthau. Ele insistiu que a Reserva Federal respaldasse os títulos do governo a preços fixos. Meltzer (2003, p. 635) observa que "Snyder sabia muito pouco sobre políticas monetárias e orçamentais". Assim, o pessoal do Tesouro iria levar por diante as políticas orçamentais conservadoras de Morgenthau e, de um modo geral, insistir numa "política de dinheiro fácil".

Eccles recordou mais tarde nas suas memórias as estreitas ligações entre a Administração Truman, e Snyder em particular, e o Transamerica (mais tarde Bank of America). Observou que um dos associados próximos de Snyder, Sam Husbands, que tinha sido diretor de RFC durante a guerra, aceitou mais tarde "uma alta posição e com um salário lisonjeador para os interesses da Transamerica" (Eccles 1951, p. 448) e que outro associado próximo e antigo membro do conselho da comissão eleitoral de Truman passou a ser o conselheiro geral do Bank of America (Ibid.). Estas ligações tiveram certamente alguma influência na decisão da Administração de não reconduzir Eccles, embora Eccles tenha tido o cuidado de não tirar quaisquer conclusões explícitas.

Thomas B. McCabe (1948-1951) tinha sido membro do conselho e presidente da Reserva Federal de Filadélfia antes de ser nomeado presidente da Reserva Federal a 15 de Abril de 1948, quando o Presidente Truman afastou Eccles como presidente. Durante a Segunda Guerra Mundial, McCabe foi o chefe da Comissão Consultiva do Conselho de Defesa Nacional, a mesma organização em que John Snyder serviu como vice-presidente executivo. Foi também

presidente do conselho de administração da Scott Paper Company, que, durante a sua presidência, cresceu de uma pequena fábrica para uma empresa multinacional com instalações de produção em todo o mundo. Foi presidente da Reserva Federal até 31 de março de 1951, quando Truman lhe pediu que resignasse (Meltzer 2003, p. 656). O Secretário do Tesouro Snyder recordou que Truman pensava que a nomeação de McCabe fora um erro: "Truman, enquanto discutia a despromoção de Eccles e a nomeação de McCabe, admitiu que "de qualquer modo, fiquei com um igualmente mau". (Weldin 2000, p. 212). Leach recorda, contudo, que "McCabe tornou o Acordo possível através da forma profissional e honesta como apresentou o caso da independência monetária ao poder executivo e ao Congresso" (Hetzel e Leach 2001, p. 37n9).

Martin e Sproul

William McChesney Martin, Jr. foi nomeado o novo presidente do Conselho da Reserva Federal quando McCabe se demitiu, apenas seis dias após a declaração do Acordo ter sido divulgada. Como secretário adjunto para os assuntos monetários no Tesouro, Martin foi um arquiteto chave do Acordo. Ironicamente, as tentativas de Truman de limitar o poder do presidente da Reserva Federal, nomeando William McChesney Martin, foram um tiro que lhe saiu pela culatra, pois Martin provou ser um presidente forte e independente que serviu durante quase dezanove anos. Martin foi capaz de prosseguir políticas monetárias relativamente independentes sem entrar em conflito com várias administrações. Ele observou (Martin 1952, p. 4) que "A Reserva Federal deve fazer tudo o que estiver ao seu alcance para que o Tesouro seja financiado com sucesso, mas nem o Tesouro nem a Reserva Federal devem sucumbir à tentação de ignorar os julgamentos do mercado através do nosso mecanismo de preços para chegar a decisões financeiras". Martin é talvez mais conhecido pela sua frase "É tarefa da Reserva Federal retirar a taça do ponche no momento em que a festa começa" [N.T. Ou seja, aumentar as taxas de juro precisamente quando a economia atinge o pico de atividade após uma recessão]. (Goodhart 2009, p. 12).

Allan Sproul também deve ser mencionado, pois desempenhou um papel fundamental na criação do Acordo. Ele foi uma força influente durante a sua longa associação com o Sistema da Reserva Federal. Começou o seu serviço na área de investigação da Reserva Federal de São Francisco nos anos 20 e acabou

por servir como presidente da Reserva Federal de Nova Iorque. Foi o gestor de operações de mercado aberto durante muitos anos antes de se tornar presidente em 1941. É considerado "um dos gigantes do banco central" (Hetzl e Leach 2001, p. 35n7) e deu grandes contribuições para a teoria e a política monetária. Sproul foi um dos primeiros porta-vozes de uma política monetária mais independente e normalmente estava à frente de Eccles nas reuniões com o Secretário do Tesouro Snyder. Como membros superiores do Comité Federal do Mercado Aberto, ele e Eccles constituíram a força dominante no comité. Sproul ganhou mais influência nas políticas do Conselho quando McCabe se tornou presidente (Meltzer 2003, p. 582). Sproul demitiu-se em 1956 e regressou à Califórnia para servir como diretor do Wells Fargo Bank.

Diferenças estruturais ou pessoais?

As pessoas envolvidas nos eventos que conduziram ao Acordo fizeram a diferença. Os seus pontos de vista e personalidades influenciaram o diálogo e interagiram com as subcorrentes estruturais subjacentes para tornar o Acordo possível. Com a escalada do conflito entre o Tesouro e a Reserva Federal, todos eles desempenharam os seus diferentes papéis, mas em posições diferentes; o Secretário do Tesouro, Snyder, e o Presidente McCabe, situados em posições diametralmente opostas, com Allan Sproul a aplaudir à margem a partir de Nova Iorque, Eccles a trabalhar na retaguarda e Martin a emergir como o mediador que foi capaz de fazer a quadratura do círculo e conseguir que as partes chegassem a acordo.

Quando o mandato de Eccles como presidente expirou sem uma renovação presidencial, a maioria dos observadores esperava que ele se demitisse⁴³. Decidiu continuar no Conselho como membro regular e continuaria a desempenhar aí um papel importante juntamente com Sproul. Mas a sua despromoção despoletou tanta atenção por parte dos media que o Senado realizou uma audiência separada para investigar as razões da sua "queda". Apesar das notícias sobre as disputas entre Snyder e Eccles, Snyder negou a

⁴³ Ironicamente, Eccles observou durante as audiências do Congresso sobre a Lei Bancária de 1935 que "Sabem, senhores, tão bem como eu, que nenhum homem ficaria no Conselho se o Presidente dos Estados Unidos quisesse nomear outra pessoa no seu lugar" (Congresso dos EUA 1935, p. 282).

acusação: "Tanto quanto sei, Marriner Eccles e eu nunca tivemos qualquer disputa ou polémica ... e penso que ele vos dirá o mesmo" (Weldin 2000, p. 165). Snyder tomaria a mesma posição durante as audiências de Douglas, quando observou que "tenho estado muito satisfeito com a cooperação da Reserva Federal. Penso que tem sido esplêndida" (Congresso dos EUA 1949, p. 408). Outros observaram que o estilo e a personalidade eram importantes; Eccles tornou-se impopular com a comunidade bancária "porque ele é pouco ortodoxo: quando um homem como Eccles aparece e apela a métodos pouco ortodoxos, eles irritam-se". Outro artigo descrevia Eccles como um homem "de fraco autocontrolo" ao tomar posições contrárias às administrações e ao seu "desejo desordenado de poder" (Weldin 2000, p. 165).

Eccles refletiu sobre estas questões nas suas memórias e concluiu que "as dificuldades que surgiram entre o Tesouro e a Reserva Federal não se deveram a um choque de personalidades":

Deviam-se a um conflito de responsabilidades. A principal função do Tesouro é financiar o governo ao menor custo a que este pode induzir o público a comprar e deter títulos do governo durante um longo período. Como agência independente responsável perante o Congresso, a Reserva Federal tem a função de regular a moeda e o crédito de forma a ajudar a estabilidade económica. Teoricamente, não deveria haver conflito entre estes dois objetivos, mas um desses conflitos surgiu após a guerra sobre a continuação da utilização da política de dinheiro barato do período de guerra para o financiamento do pesado défice. Este conflito tem continuado até ao presente e intensificou-se desde o início da Guerra da Coreia, apesar da existência de excedentes orçamentais e de crescentes pressões inflacionistas. (Eccles 1951, p. 420)

O membro da Conselho de Governadores, Sienkiewicz, foi menos caridoso. Ele descreveu o Tesouro como estando sob o controlo do seu pessoal. "O Secretário do Tesouro, Snyder, não sabia realmente muito sobre o problema que tinha de enfrentar" (Meltzer 2003, p. 635n94). E Eccles fez a observação adicional sobre as dificuldades das opiniões entrincheiradas do antigo pessoal do Tesouro quando observa que "a nossa posição face às políticas do Tesouro melhorou materialmente quando Lee Wiggin se tornou subsecretário para a gestão da dívida pública. O pessoal do Tesouro não moldou as suas opiniões; ele

foi bem capaz de moldar as deles" (Eccles 1951, p. 425). Assim, as personalidades influenciaram a relação entre as duas agências, tanto a nível do pessoal como a nível executivo⁴⁴.

O Presidente McCabe abordou as mesmas questões no seu testemunho perante o comité Douglas, quando observou que "sempre houve diferenças entre os bancos centrais e o respetivo Tesouro". A opinião do Senador Douglas foi que "estes conflitos de opiniões são inevitáveis e independentemente das personalidades, porque cada organismo está sujeito a um dever diferente" (Congresso dos EUA 1949, 491). Era portanto essencial para Douglas que o Sistema da Reserva Federal recebesse um mandato explícito - "uma norma de ação" - que pudesse minimizar estes conflitos no futuro. Tal objetivo serviria como "uma referência para julgar o seu desempenho" e permitiria ao Tesouro e ao Sistema respeitarem os domínios um do outro. Ele achava que "... o Tesouro e o Sistema serão melhores vizinhos a longo prazo, quanto menos se convidarem a jogar no quintal um do outro. O princípio adequado é o de que "boas vedações fazem bons vizinhos!". (Congresso dos EUA 1952b, p. 76).

A ideia de Douglas de um mandato claro para a Reserva Federal dava eco à tentativa do Eccles, em meados dos anos 30, de conseguir que o Congresso incluísse um tal objetivo na Lei Bancária de 1935. Mas embora a tentativa de Douglas de inserir um novo objetivo na Lei da Reserva Federal não tenha tido sucesso, o seu relatório preparou o caminho para o consentimento do Acordo que em breve colocaria os novos postes da vedação no lugar.

⁴⁴ Herbert Stein fez uma observação interessante sobre esta questão durante as audições do Comité Patman: "O desenvolvimento mais recente na relação Tesouro-Reserva Federal dá-nos a melhor pista. Martin é obviamente respeitado e tem a confiança tanto do Presidente como do Secretário do Tesouro. Enquanto ele permanecer como Presidente do Conselho de Governadores e mantiver a sua confiança, a Reserva Federal terá grande influência sobre as grandes decisões. Isto é como deve ser. A lição é simples: O Presidente do Conselho da Reserva Federal deve servir como Presidente, por decisão do Presidente da República. Esta é a regra na maioria das comissões federais e é peculiarmente aplicável aqui. Também diminuiria o medo da dominação orçamental" (H. Stein, testemunho no Inquérito Patman, congresso dos EUA 1952a, p. 760).

A batalha das taxas de juro fixas

O debate entre o Tesouro e a Reserva Federal sobre política monetária foi caracterizado como "um conflito violento" (Sproul in BGFRS 1951a, p. 9), "uma luta" (Tobin 1950, p. 118), "um confronto" (Hetzel e Leach 2001, p. 4), "uma guerra" (Timberlake 1999, p. 6), e "uma disputa" (Eccles 1951b, p. 1). Mais tarde, Sproul rejeitou a associação com "uma batalha que a Reserva Federal ganhou", uma vez que "o Sistema pode ter ganho uma batalha, mas os Governos ganham sempre as guerras" (Congresso dos EUA 1952a, p. 535). Observou que tinha havido uma "diferença de opinião entre o Tesouro e o Sistema da Reserva Federal, ambos representando o Governo, e pode chamar-lhe um triunfo da razão, se quisermos, mas não a vitória numa batalha" (Ibid.).

Internamente, o Conselho também minimizaria a controvérsia, observando que "a diferença de opinião entre o Tesouro e a Reserva Federal sobre as taxas de juro não parece ser de dimensões épicas" (BGFRS 1951b, p. 14). Mesmo assim, muitos ainda consideram este evento "a maior batalha política da história do banco central" [Gavyn Davis, "How the Fed defeated President Truman to win its independence," *Financial Times*, Janeiro 20, 2012] e a "batalha da fixação de taxas" tem certamente todos os elementos de um drama clássico: as escaramuças iniciais, os desvios, os desfiles, as tentativas de conquistar a opinião pública, e os atores teimosos e de vontade forte. De particular interesse é a evolução das opiniões sobre a política monetária durante este período entre os principais atores da Reserva Federal, incluindo Eccles, especialmente no que diz respeito à necessidade de uma política de juros mais flexível⁴⁵.

Mas como refere Meltzer: "O acordo não era inevitável. A Administração Truman poderia ter apelado ao patriotismo, às exigências da guerra e ao sentimento populista contra taxas de juro mais elevadas para manter o programa de apoio em vigor" (Meltzer 2003, p. 712). Mas quatro fatores funcionaram em benefício da Reserva Federal. Primeiro, encontrou apoio no seio da Administração. Em segundo lugar, a imprensa financeira defendia a

⁴⁵Marriner Eccles defendeu a política orçamental para estabilizar a economia e controlar a inflação. Mas com o aumento das pressões inflacionistas após o início da Guerra da Coreia e o Congresso relutante em conceder mais poderes administrativos para controlar as reservas, ele passou gradualmente a acreditar que era necessária uma política de juros mais flexível (Hetzel e Leach 2001, p. 37n8).

posição da Reserva Federal. Terceiro, a opinião no Senado estava a mudar para uma política mais independente e a inflação estava a aumentar rapidamente (Meltzer 2003, p. 702). Finalmente, a Reserva Federal prevaleceu e uma nova era de bancos centrais teria início (BGFRS 1951e, p. 12).

Escaramuças iniciais

À medida que a economia recuperava da recessão de 1948-49, as pressões inflacionistas voltavam a aumentar, e Eccles repetia os seus apelos ao equilíbrio orçamental e à contenção monetária. O Tesouro permaneceu impassível face ao pedido repetido de aumentos de taxas. Como o Presidente Sproul da Reserva Federal de Nova Iorque diria mais tarde sobre este período: "Viemos [ao Tesouro] e estabelecemos os nossos programas com eles vezes sem conta, mas o Secretário costumava virar-se para um adjunto e depois dizia-nos que nos daria a conhecer o que ia fazer, mas depois os seus anúncios diferiam quase completamente das nossas recomendações" (BGFRS 1951a, p. 36). A paciência no Conselho da Reserva Federal estava prestes a esgotar-se, e ao longo dos dois anos seguintes as duas partes estariam envolvidas em várias escaramuças preliminares.

Alguma flexibilidade de taxas

A recessão de 1948-49 levou a uma potencial mudança radical nas políticas do Fed. Na Primavera de 1949, aumentava a pressão para cortes nas taxas para estimular a economia, e em Maio, o FOMC decidiu reduzir a necessidade de reservas. O pedido ao Congresso de novos poderes para impor exigências de reservas suplementares foi temporariamente suspenso. Uma vez que os títulos públicos já não necessitavam de garantia, o FOMC emitiu uma declaração indicando o início de uma política de taxas mais flexível:

Com vista a aumentar a oferta de fundos disponíveis no mercado para satisfazer as necessidades do comércio, da indústria e agricultura ... a manutenção de um padrão relativamente fixo de taxas tem o efeito indesejável de absorver reservas do mercado numa altura em que a disponibilidade de crédito deveria ser aumentada. [Citado no Congresso dos EUA 1950, p. 24].

Era obviamente mais fácil para o Fed obter a aceitação do Tesouro para a flexibilidade das taxas de juro quando o resultado era taxas mais baixas. Mas o anúncio era, não obstante, importante, uma vez que refletia um juízo conjunto do Tesouro e do FOMC de que as condições eram tais que as operações de mercado aberto "podiam ser permitidas com segurança para desempenhar um papel mais ortodoxo nas nossas políticas" (McCabe 1949, p. 471). Na sua declaração perante o Comité Douglas, o Presidente McCabe considerou mesmo este anúncio como "um marco significativo", uma vez que "removeu o colete-de-forças em que a política monetária tinha operado durante quase uma década; isto é, desde o início da guerra" (Ibid., p. 471).

A afirmação não explicitou se o Sistema estava igualmente preparado para vender títulos do governo se as taxas estivessem a subir. E como o relatório Douglas observou: "o Tesouro poderia não ter consentido tão prontamente se a política fosse no sentido de taxas de juro mais elevadas" (Congresso dos EUA 1950, p. 24). Na altura, alguns viram a declaração como um sinal de que "o período de apoio rígido pode ter passado e que, no futuro, a política da Reserva Federal será conduzida tendo predominantemente em vista a regulamentação das condições de crédito com referência à situação empresarial" (Goldenweiser 1950, p. 395). Mas como o relatório Douglas observou corretamente "...a declaração não indicava, e claro que não podia, indicar o grau de flexibilidade que será empregue no futuro" (US Congress 1950, p. 24).

(continua)

3ª parte

O Relatório Douglas

As permanentes tensões entre o Tesouro e a Reserva Federal levaram o Congresso a nomear o Comité Douglas em 1949 para estudar as "Políticas Monetárias, de Crédito e Orçamentais" dos Estados Unidos. O Senador Paul Douglas tinha sido professor de economia na Universidade de Chicago e foi eleito para o Senado dos EUA em 1949 como democrata. Como presidente da subcomissão, conduziu as audições durante 1949 com considerável

competência, e o relatório desempenhou o seu papel na alteração do equilíbrio político no Congresso a favor da Reserva Federal (Meltzer 2003, p. 582).

Uma das principais preocupações da comissão foi a coordenação entre as políticas orçamentais e monetárias. Como o Senador Douglas observou:

Isto é algo que me intriga um pouco: Se bem me lembro, o Sistema da Reserva Federal deveria ser uma agência independente; o Tesouro, outra agência independente. No entanto, é inevitável que as opiniões de um sejam tomadas em consideração pelo outro, e altamente desejável. Qual é o mecanismo para coordenar as políticas do Sistema da Reserva Federal com as políticas do Tesouro? (Citado em Eccles 1949c, pp. 230-31)

Nesta fase, Eccles deu apenas um apoio cauteloso à independência do banco central. A Reserva Federal deveria aconselhar o Tesouro e o Congresso, mas "não impôr a sua vontade": "Qualquer comité de mercado aberto, ou qualquer sistema bancário central, que durante algum tempo não concordasse com essa conceção (de independência) não sobreviveria" (Ibid., p. 231). Ele observou que nenhum outro banco central "alguma vez utilizou com sucesso a sua autoridade para impôr a sua vontade sobre qualquer administração no poder" (Ibid., p. 237)⁴⁶.

Mas ele apoiou a ideia do Senador Douglas de instruir o Tesouro nas suas políticas de gestão da dívida e nos seus procedimentos de cooperação com o FED (Ibid., p. 235). Observou também que o Tesouro tinha um preconceito persistente em relação ao dinheiro (barato), o que dificultava ao Fed o aumento das taxas. O Tesouro não via necessidade de aumentar as taxas, uma vez que "continuavam a ignorar ou a depreciar a influência das alterações das taxas de juro na disponibilidade do crédito" (Eccles 1949b, p. 13).

Numa carta suplementar ao Senador Douglas, Eccles acrescentou que a dimensão da dívida governamental do pós-guerra tinha complicado a condução da política monetária. À medida que a dimensão da dívida pública aumentava, as necessidades do Tesouro em termos de financiamento barato tornaram-se dominantes. Observou também que quando "o Tesouro anuncia a emissão de títulos a uma taxa muito baixa durante um período de expansão do crédito ... a

⁴⁶ Meltzer refere que o Presidente William McChesney Martin, Jr. também partilhava este ponto de vista durante os anos 1950 e 1960 (Meltzer 2003, p. 689).

Reserva Federal é obrigada a defender estes termos, a menos que o Sistema esteja preparado para deixar o financiamento falhar, o que não poderia fazer muito bem" (Eccles 1949a, p. 7). Nestas condições, dificilmente se poderia dizer que a Reserva Federal estivesse em condições de definir de forma independente a sua própria política monetária.

Assim, instou o Congresso a definir mais diretamente os papéis respetivos do Tesouro e da Reserva Federal e "orientar o Tesouro a consultar o Sistema na formulação das suas decisões de gestão da dívida, a fim de que estas decisões possam ser compatíveis com o quadro geral de política monetária e de crédito seguida pelo Sistema, no interesse da estabilidade económica geral" (Eccles 1949a, p. 9; Eccles 1949b, p. 13).

Sem tais diretrizes, o Sistema da Reserva Federal estaria totalmente subordinado ao Tesouro (Eccles 1949b, p. 13)⁴⁷.

Quando o Senador Douglas apareceu no Senado para defender o relatório, observou inicialmente que⁴⁸

A chamada controvérsia entre o Tesouro e o Sistema da Reserva Federal deve ser absolutamente desconcertante para o público em geral. Como disse um escritor da revista Fortune Magazine, parece uma batalha entre duas máquinas de somar. No entanto, a seguir às questões da defesa, é de longe a questão mais importante que enfrentamos hoje. (BGFRS 1951b, p. 1)

Observou que enquanto a Reserva Federal permanecer "o comprador residual de títulos do Governo", todos os títulos que a Reserva Federal compra acrescentam às reservas bancárias, ou "dinheiro de alta potência" que apoiaria mais empréstimos bancários. "Este é o caminho real para a inflação" (BGFRS 1951b, p. 10). Não se deve permitir que a estrutura de taxas fixas persista

⁴⁷ Embora Eccles defendesse a "independência coordenada" para a Reserva Federal na altura da audição, opôs-se fortemente à ideia de submergir as funções de crédito e monetárias da Reserva Federal no Tesouro, como "uma divisão ou um departamento de controlo monetário e de crédito". "Isto pode conduzir, a prazo, a uma socialização da estrutura de crédito, o que, penso eu, seria muito indesejável e muito perigoso" (Eccles, 1949, pp. 237, 243).

⁴⁸ O Senador Douglas tinha recebido extensas notas do Conselho de Governadores antes da sua comparência no Senado: "Material furnished Senator Douglas by the Board on February 26, 1951. Used by Senator Douglas in his statement of 22 February on the Floor of the Senate" (BGFRS, 1951b, 20 pages).

para sempre. No entanto, apesar das fortes posições tomadas por ambas as agências nas audiências, ele sentiu que poderia haver "um encontro de vontades" (Ibid., p. 14). O Sistema da Reserva Federal precisava de ser libertado de "operações de apoio que continuam semana após semana para alimentar dólares de alta potência no mercado onde as pressões inflacionistas são galopantes e onde aumentaram 10 mil milhões de dólares desde a Coreia" (Ibid., p. 15). A fim de evitar a inflação, era essencial que a Reserva Federal pudesse restringir o crédito e aumentar as taxas de juro "mesmo que o custo se revelasse um aumento significativo das taxas de serviço da dívida federal...". (Ibid., p. 16).

O relatório apoiou estas opiniões e concluiu que

É vontade do Congresso que o poder primário e a responsabilidade pela regulação de oferta, disponibilidade, e custo do crédito em geral sejam investidos nas autoridades devidamente constituídas do Sistema da Reserva Federal, e que a ação do Tesouro relativamente a dinheiro, crédito, e transações da dívida federal seja feita em consonância com as políticas da Reserva Federal. (Congresso dos EUA 1950, p. 31).

Esta "resolução Douglas" afirmava a primazia do Conselho da Reserva Federal em operações de mercado aberto e políticas de crédito, e orientava o Tesouro a ajustar as suas políticas de gestão da dívida à luz das suas políticas (Congresso dos EUA 1949, 390). Assim, o subcomité apoiou a opinião de que as taxas de juro deveriam ser determinadas por autoridades monetárias e não pelas autoridades orçamentais (Goldenweiser 1950, p. 390).

O relatório da subcomissão ajudou a mudar a opinião pública para o ponto de vista da Reserva Federal. Embora as instruções e novos mandatos propostos pelo comité nunca tenham sido aprovados, provavelmente endureceu a determinação da Reserva Federal no conflito subsequente com o Tesouro (Tobin 1953, p. 119)⁴⁹. Eccles observou também que o apoio do Congresso

⁴⁹ Sproul observou durante as audiências Patman em 1952 que ... "o Acordo foi alcançado depois de se ter tornado claro que a Reserva Federal tinha um apoio considerável no Congresso e entre o público por ter solicitado e exigido poderes iguais e consideração igual na determinação destas questões de política de crédito e gestão da dívida quando elas se entrelaçam." (Congresso dos EUA, 1952a, p. 535)

durante as audiências ajudou a Reserva Federal a recuperar a sua independência (Meltzer 2003, p. 685n184).

A Guerra da Coreia

O outro evento que mudou o equilíbrio Tesouro-Reserva Federal nessa Primavera foi o início da Guerra da Coreia (Meltzer 2003, p. 582). A atenção do Presidente Truman foi subitamente desviada quando a Coreia do Sul foi invadida a 25 de Junho de 1950. A Península Coreana tinha sido dividida ao longo do paralelo 38 após a rendição japonesa em setembro de 1945, mas a não realização de eleições livres no Norte em 1948 levou a tensões com o regime comunista apoiado pela União Soviética. Com a eclosão da guerra, houve uma necessidade urgente de mudar novamente a produção norte-americana de uso civil para produção de uso militar. As expectativas de escassez e possível racionamento levaram a aumentos acentuados dos preços, e os preços por grosso aumentaram 17% entre junho e dezembro de 1950 (Hyman 1976, p. 341). Com pressões ascendentes também sobre as taxas de juro, as compras de títulos do Tesouro pela Reserva Federal continuaram a um ritmo acelerado.

Eccles tinha fortes reservas sobre a guerra e temia que os EUA "tropeçassem num pântano asiático inexplorado sem ter em conta os custos" (Hyman 1976, p. 339⁵⁰). Também receava que os EUA fossem "enfraquecidos por um programa militar que não podemos manter indefinidamente sem arregimentação ou inflação" (Eccles 1951a, p. 1). Com o orçamento do governo em situação próxima do equilíbrio, era principalmente o crescimento do crédito privado que precisava de ser refreado: "Para evitar a inflação, temos de parar o crescimento global do crédito e da oferta monetária, quer para financiar despesas governamentais ou privadas deficitárias. A oferta de dinheiro deve ser controlada na fonte da sua criação, que é o sistema bancário" (Ibid., p. 4). Se necessário, as taxas de juro devem ser autorizadas a subir, retirando o apoio da Reserva Federal ao mercado de títulos do governo e penalizando os empréstimos contraídos pelos bancos membros do Sistema. A continuação da

⁵⁰ Eccles opor-se-ia mais tarde à guerra no Vietname, com base nas mesmas preocupações

atual política de "congelamento das taxas de juro" seria altamente problemática.

Enquanto Eccles denunciava o regime nacionalista de Chiang Kai-Shek na Formosa (agora Taiwan) e favorecia o reconhecimento do regime comunista no continente chinês, a guerra na Coreia intensificou-se. No Outono de 1950, as forças chinesas entraram na guerra do lado da Coreia do Norte, e em Janeiro de 1951, as forças norte-americanas envolveram-se em combates violentos em Seul e nos seus arredores. Durante este período, a tensão entre o Presidente Truman e o General Douglas MacArthur tinha vindo a aumentar. MacArthur opunha-se à política de guerra limitada de Truman e até quis utilizar armas nucleares, se necessário. A disputa chegou ao seu auge em meados de Fevereiro, quando MacArthur chamou às políticas de Truman "irrealistas e ilusórias" (Hetzl e Leach 2001, p. 53).

A Guerra da Coreia influenciou as prioridades de Truman; ele não podia travar duas guerras ao mesmo tempo. Ele pode ter sentido que disputa territorial entre o Tesouro e a Reserva Federal era de menor importância e deixou às duas partes a tarefa de resolver as suas diferenças. Mas ainda seriam necessários alguns combates antes que as tréguas finais fossem assinadas.

O FED flexibiliza os seus músculos

Em finais de 1950, o conflito entre a Reserva Federal e o Departamento do Tesouro intensificou-se e tornou-se público (Meltzer 2003, p. 699). Com as pressões inflacionistas a aumentar, o Conselho da Reserva Federal estava prestes a perder a paciência com o arrastar dos pés do Tesouro.

O FOMC anuncia taxas mais elevadas a curto prazo

Na reunião de 18 de Agosto do FOMC, o Presidente Sproul da Reserva Federal de Nova Iorque manifestou o seu apoio a uma política de taxas mais flexível e observou que o Tesouro não estava disposto a aumentar os fundos não bancários disponíveis através da emissão de títulos a longo prazo. Declarou que a discussão não era sobre a taxa das obrigações a longo prazo ou sobre o reembolso dos vencimentos de setembro-outubro, "mas sobre o que vamos fazer quanto a disponibilizar mais fundos de reserva para o sistema bancário numa situação perigosamente inflacionista" (BGFRS 1950b, p. 10). Ele excluiu

"medidas drásticas de crédito", mas acrescentou que tinham "subido a colina e depois descido de novo" demasiadas vezes sem convencer o Tesouro da necessidade de alterações das taxas. "Desta vez penso que devemos agir com base na nossa relutância em continuar a fornecer reservas ao mercado, apoiando a estrutura de taxas existente, e devemos aconselhar o Tesouro que é isto que pretendemos fazer, e não procurar instruções" (Ibid., p. 11).

Eccles concordou com Sproul, e observou que também sentiu que "era tempo de o Sistema, se esperava sobreviver como uma agência com algum tipo de independência, exercer alguma independência", tanto mais que as despesas militares são agora muito importantes e o défice orçamental maior, o que aumenta a oferta de dinheiro. Apoiou um aumento da taxa de desconto, bem como o aumento das exigências de reservas, para imobilizar as reservas dos bancos.

No mesmo dia, o Conselho anunciou um aumento da taxa de desconto para $1\frac{3}{4}$ por cento, e o FOMC permitiu que a taxa de curto prazo subisse para $1\frac{3}{8}$ percent. Esta foi a primeira alteração deste tipo em dois anos. Além disso, o Conselho de Administração observou que estava "preparado para utilizar todos os meios ao nosso dispor para conter uma maior expansão do crédito bancário", mantendo "condições ordenadas no mercado de títulos do Governo" (BGFRS 1950b, p. 24).

Após a reunião, o Presidente McCabe e Sproul reuniram-se com o Secretário do Tesouro e o seu pessoal e informaram-nos sobre o aumento das taxas. Snyder não fez qualquer comentário na reunião, mas anunciou imediatamente a seguir que o financiamento do Tesouro para setembro-outubro teria lugar à antiga taxa de $1\frac{3}{4}$. Isto estava em conflito direto com o recente anúncio do Fed, e como resultado, o Fed foi forçado a comprar a maior parte da nova emissão do Tesouro (Meltzer 2003, p. 693).

Reuniões com o Tesouro

Mais tarde, no Outono, o FOMC reuniu-se mais quatro vezes sem chegar a acordo sobre os novos aumentos de taxas. McCabe continuou a procurar um compromisso com o Departamento do Tesouro, mas o Tesouro não concordaria com qualquer aumento de taxas. A perspectiva da inflação era também mais incerta, e Snyder queria mais tempo para consultar o seu pessoal. Sproul e

Eccles pressionaram internamente para taxas mais elevadas, mas concordaram em esperar por uma resposta do Tesouro antes de avançar.

A falta de uma resposta adequada do Tesouro perturbou a Reserva Federal, pois foi ficando mais ressentida com a continuação do domínio por parte do Tesouro. Os funcionários do sistema também se mostraram céticos quanto à política da Administração para controlar a inflação em tempo de guerra. Sproul, em particular, pensava que a política da Administração dependia demasiado de um controlo quantitativo ineficaz. Ele e McCabe reuniram-se novamente com Snyder no início de janeiro de 1951, e Sproul instou a Administração a apoiar taxas mais elevadas para que o Tesouro pudesse vender a dívida sem o apoio do Sistema.

Sproul favorecia o financiamento a longo prazo do Tesouro das despesas adicionais de guerra a taxas que se manteriam no mercado sem o apoio da Reserva Federal. Isto sugeria uma taxa ligeiramente mais elevada do que a vigente de $2\frac{1}{2}$ por cento (BGFRS 1951, p. 6). E observou que os seis meses seguintes seriam um período apropriado para alterar a política, uma vez que o Tesouro estaria, em grande parte, fora do mercado. Só oferecendo uma taxa mais atrativa é que o Tesouro poderia esperar obter mais dinheiro dos investidores a longo prazo e não apenas trocar os títulos em circulação por novas ofertas do Tesouro (Ibid.). Em condições normais, uma obrigação a longo prazo a um preço correto deveria atrair novos fundos de investimento e ser autossuficiente no mercado (Ibid., p. 8).

O Secretário do Tesouro escutou atentamente o que Sproul tinha a dizer, mas não revelou o seu próprio pensamento sobre estratégia de gestão da dívida ou política de crédito. Quando saíram da reunião, Sproul e McCabe sentiram que este seria o início de uma série de consultas frequentes com o Tesouro sobre política de taxas. Quando as discussões técnicas foram retomadas na semana seguinte, o pessoal da Reserva Federal ficou surpreendido ao saber que o pessoal do Tesouro já tinha preparado as suas propostas para o Secretário Snyder sem quaisquer consultas (Ibid., p. 8).

McCabe reúne-se com o Presidente e Snyder

Mais tarde, a 17 de janeiro, o Presidente McCabe encontrou-se com o Presidente e o Secretário do Tesouro Snyder, a pedido do Presidente. A

principal preocupação de Truman era a de manter a taxa em $2\frac{1}{2}$ por cento. McCabe observou que o seu principal problema era o excedente de obrigações de longo prazo restritas que continham um prémio. O Fed adicionou substancialmente às reservas do sistema bancário através de compras em larga escala de tais obrigações a companhias de seguros e caixas de poupança, compras que na altura estavam altamente inflacionistas, uma vez que a procura de crédito bancário era excecionalmente forte (Ibid., p. 12).

Snyder reiterou o desejo do Tesouro de uma declaração clara da Reserva Federal sobre a taxa $2\frac{1}{2}$ por cento, e observou que "quanto mais cedo informarmos o público de que a taxa $2\frac{1}{2}$ por cento seria mantida, melhor" (Ibid., p. 13). Notou que havia muita psicologia envolvida e argumentou que os investidores deixariam de vender as suas obrigações se o Fed apenas lhes garantisse que manteria a estrutura de taxas fixas (Hetzl e Leach 2001, p. 42). Snyder ainda estava perturbado com as ações unilaterais do Fed no Outono anterior:

Se o FED não tivesse sacudido o mercado da forma como o fez há alguns meses atrás, não teria tido de absorver tantas obrigações das companhias de seguros. Penso que a maioria dos títulos que foi chamado a absorver foram o resultado da incerteza do mercado. (Citado por McCabe em BGFRS 1951, p. 13)

A reunião terminou de forma inconclusiva, mas mais uma vez, foi o entendimento de McCabe de que era possível alcançar um compromisso. Ficou por isso surpreendido quando leu nos jornais, no dia seguinte, que o Secretário do Tesouro tinha anunciado que a fixação a longo prazo se manteria por um futuro previsível.

O discurso de Snyder em Nova Iorque

McCabe ficou perturbado quando leu o relato do discurso de Snyder em Nova Iorque, especialmente porque o Secretário do Tesouro nem sequer tinha mencionado o discurso na sua reunião com o Presidente na véspera. A declaração de Snyder dizia o seguinte:

Na firme convicção de que a taxa de longo prazo de $2\frac{1}{2}$ por cento é justa e equitativa ... o Departamento do Tesouro concluiu, após conferências conjuntas com o Presidente e o Presidente McCabe, que o reembolso de

novas emissões monetárias será financiado dentro do padrão dessa taxa.
(Citado em Eccles 1951, p. 484)

Eccles observou que este foi "um acontecimento extraordinário na história das relações entre o Tesouro e a Reserva Federal" e citou o jornalista do New York Times Edward H. Collins, que escreveu:

A última quinta-feira constituiu a primeira ocasião na história em que o Secretário de Estado do Tesouro de uma grande nação teve o descaramento ou a inépcia, ou ambas as coisas, de proferir um discurso público em que usurpou a função do banco central ao ponto de dizer ao país a que tipo de política monetária iria ser sujeito. (Eccles 1951, pp. 484-85)

O anúncio foi um choque, particularmente para o Sistema da Reserva Federal. A Reserva Federal tinha a impressão de que havia um diálogo contínuo com o Tesouro sobre a concepção do programa de financiamento da guerra. Mas oficialmente, a Reserva Federal manteve-se discreta após o discurso de Snyder. Uma exceção foi Eccles, que compareceu perante o Congresso pouco depois, a pedido do Senador Taft, um republicano de destaque no Comité Misto sobre o Relatório Económico. A Administração Truman tentou impedir a sua comparência, e eles queriam que McCabe aparecesse como representante oficial do Sistema da Reserva Federal. Mas McCabe recusou, sabendo bem que seria colocado numa posição muito difícil, uma vez que não poderia defender muito bem a posição do Tesouro. "Como Presidente, teria sido difícil para ele opor-se publicamente sem se demitir", observou Eccles (Eccles 1951, p. 486). Assim, Eccles foi em vez dele.

Marriner Eccles é ouvido no Congresso

Eccles já tinha, nessa altura, redigido a sua carta de demissão ao Presidente (o seu mandato terminaria em 1958), de modo que, quando compareceu perante o Comité, falou abertamente. Exortou o Congresso a controlar as despesas e a equilibrar o orçamento. O financiamento das despesas de guerra era mais complicado (agora) do que durante a Segunda Guerra Mundial, uma vez que a economia tinha então recursos livres. Se o orçamento não fosse equilibrado agora, "perderemos a luta contra o totalitarismo, apesar de as nossas políticas

militares e externas serem bem sucedidas na manutenção da paz, se permitirmos que a inflação seque a força das nossas instituições democráticas" (Eccles 1951a, p. 110).

Grandes detenções de ativos líquidos entre as famílias e as empresas são, pois, acrescentadas à pressão inflacionista. Observou que

tanto quanto a Reserva Federal for obrigada a comprar títulos do Estado à vontade do mercado com o objetivo de defender um padrão de taxas de juro fixas estabelecido pelo Tesouro, deve estar preparada para criar novas reservas bancárias em montante ilimitado. Esta política faz de todo o sistema bancário, através da ação do Sistema da Reserva Federal, um motor de inflação. (Ibid., p. 116)

Acrescentou que a manutenção da estrutura de taxas de juro fixas era equivalente à emissão de juros em numerário, uma vez que a Reserva Federal estava de facto a garantir responsabilidades de procura em $2\frac{1}{2}$ por cento (Eccles 1951c, p. 2). A essa taxa, havia muito mais vendedores de títulos do governo do que compradores, o que indicava a falta de vontade do público de os deter às taxas existentes. "A única forma de restabelecer o equilíbrio é deixar as taxas de juro subir para satisfazer a procura pública" (Eccles 1951a, 116).

Os membros do Comité estavam preocupados com os efeitos de um aumento das taxas. O congressista Patman perguntou se não seria "obrigação do Sistema da Reserva Federal proteger o público contra taxas de juro excessivas", e o presidente perguntou "se os preços desses títulos cairiam (e as taxas de juro subiriam) se o Sistema da Reserva Federal abandonasse o seu apoio aos títulos federais no mercado aberto?" (Ibid., p. 179)

Eccles respondeu que o Sistema tinha "uma maior obrigação para com o público americano de o proteger contra a deterioração do dólar" (Ibid., p. 152). Concordou que haveria problemas transitórios relacionados com uma mudança na política de taxas, mas observou que "não são tão formidáveis como os problemas que enfrentamos se aceitarmos uma estrutura de taxas de juro fixas" (Ibid., p. 118). Observou, no final, que:

Tudo o que estou a dizer é que ou a Reserva Federal deve ser reconhecida como tendo algum estatuto independente, ou deve ser considerada

simplesmente uma agência ou um gabinete do Tesouro, cuja função principal é desempenhar a função de financiamento do Governo à vontade do Tesouro, e às taxas estabelecidas pelo Tesouro. (Ibid., p. 162)

Eccles vem a público

Com o aumento das tensões entre o Tesouro e a Reserva Federal, Eccles iria em breve desempenhar um papel fulcral no desenrolar do drama. O prelúdio deste importante evento foi a reunião excecional do Comité Federal do Mercado Aberto com o Presidente no dia 31 de janeiro, um evento sem precedentes que iria mudar para sempre a história do Sistema.

O FOMC reúne-se com o Presidente

Até à reunião seguinte do FOMC a 31 de janeiro, o Sistema da Reserva Federal foi confrontado com a venda em massa das obrigações do Tesouro de maturidades mais longas. A 29 de janeiro, o Fed permitiu que o preço baixasse ligeiramente (em 1/32), de acordo com as discussões internas anteriores de que a estrutura de taxas seria mantida, mas o prémio foi gradualmente reduzido. Esta alteração levou a uma reação imediata do Tesouro, que ordenou ao Fed, enquanto agente fiscal dos Estados Unidos, a compra de obrigações ao par e a 22/32. Como resultado, o Fed comprou um montante simbólico para a conta do Tesouro à taxa mais elevada, e o restante ao par e a 21/32. (BGFRS 1951, p. 3).

Quando o FOMC se reuniu, McCabe informou que o Presidente queria reunir-se com todo o comité mais tarde nesse mesmo dia. Como Eccles observou, este era evidentemente o projeto do Secretário do Tesouro Snyder, que tinha sido surpreendido pelas fortes reações negativas ao seu discurso de Nova Iorque e tentava recuperar a iniciativa (Eccles 1951, p. 486). Mas foi, no entanto, um pedido excecional, e a primeira e única reunião deste tipo na história do Sistema da Reserva Federal (Meltzer 2003, p. 703).

Ao preparar a reunião, Sproul reiterou que era importante para a Reserva Federal "manter a confiança pública no valor real do dólar e do crédito do Governo e não numa taxa de juro fixa ou em preços fixos de títulos do Governo" (BGFRS 1951, p. 18). Deviam defender uma maior flexibilidade nas taxas de curto prazo e reiterar a necessidade de uma taxa mais elevada sobre os títulos

do Estado a longo prazo para os tornar mais aceitáveis para o público (Ibid.). Antes de partirem para a reunião, concordaram em deixar a palavra a cargo de McCabe, e falarem o mínimo possível.

A reunião em si foi decepcionante. O Presidente falou longamente sobre o esforço de guerra e a necessidade de manter a confiança no papel do governo, acrescentando que esperava que a Reserva Federal desempenhasse o seu papel. Mas em nenhum momento a questão da manutenção da estrutura de taxas fixas foi explicitamente levantada, e nenhum dos participantes do FOMC a mencionou também.

Isto pode ter sido intencional, mas alguns sentiram que era uma oportunidade perdida de tornar as coisas claras. "A reunião abafou o conflito em ambiguidade; todos pareciam concordar, mas ninguém mudou de posição" (Meltzer 2003, p. 705). Como o economista Herbert Stein observou mais tarde: "A reunião foi uma obra-prima de um deliberado mal-entendido" (Stein 1969, p. 272).

Por qualquer razão, o Presidente deixou a reunião com a sensação de que a Reserva Federal se tinha comprometido a manter a estrutura de taxas, enquanto os membros do FOMC ficaram aliviados por não se terem comprometido a manter a taxa a longo prazo.

Pressão do Tesouro

Embora o Secretário do Tesouro Snyder não tivesse estado presente na reunião, o Tesouro começou imediatamente a contar a sua versão do que tinha acontecido, incluindo o apoio contínuo da Reserva Federal à taxa de longo prazo $2\frac{1}{2}$. Estas histórias enfureceram Sproul e outros funcionários da Reserva Federal (Meltzer 2003, p. 705).

Mas ficaram ainda mais surpreendidos quando o Presidente McCabe recebeu uma carta do Presidente no dia seguinte, na qual agradeceu ao FOMC pelas suas garantias "de que o mercado de títulos governamentais seria estabilizado e mantido nos níveis atuais" (Citado em BGFRS 1951a, p. 3). A carta era uma tentativa grosseira (por parte de Snyder) de coagir a Reserva Federal a apoiar a atual estrutura de taxas de juro, embora sem qualquer base no que tinha sido dito na reunião. A reação imediata de McCabe foi pedir à Casa Branca que

retirasse a carta. Isto, observou ele, poderia ser feito sem embaraço para o Presidente, uma vez que a carta ainda não tinha sido tornada pública.

Eccles divulga um Memorando

No entanto, no final da tarde de sexta-feira, quando todos tinham saído dos seus gabinetes para o fim-de-semana, a Casa Branca divulgou a carta do Presidente enviada a McCabe. Sem consulta e sem oportunidade para a Reserva Federal responder, esta foi a "última tentativa do Tesouro de impor a sua vontade ao Sistema da Reserva Federal" (Hyman 1976, p. 347). Isto foi demais para Marriner Eccles. Se a visão do Tesouro prevalecesse, a Reserva Federal, ao realizar a sua mais importante função - as operações de mercado aberto -, seria reduzida ao nível de um gabinete do Tesouro.

Eram sete horas da noite e todos os outros membros do Conselho, incluindo McCabe, tinham deixado a cidade. Eccles estava também prestes a sair quando recebeu uma chamada telefónica da imprensa a pedir um comentário sobre a carta. Ele refletiu sobre a situação durante algum tempo, antes de decidir que a melhor forma de a Reserva Federal responder seria ele divulgar o memorando confidencial da reunião com o Presidente. O memorando esclareceria a situação e mostraria que as tentativas do Tesouro de impor os seus pontos de vista não tinham fundamento na realidade.

Como antigo presidente do Conselho da Reserva Federal, era difícil para ele infringir as regras de confidencialidade que tinha defendido tão vigorosamente anteriormente. No entanto, nesta fase da sua carreira em Washington, "foi impulsionado pela convicção de que se os homens perdessem a cabeça e a alma, não haveria mais nada a tentar" e ele sabia que tinha de assumir a responsabilidade de divulgar o memorando (Hyman 1976, p. 347). Assim, "Eccles tomou uma decisão memorável", torná-lo público (Hetzl e Leach 2001, p. 46).

Eccles conseguiu obter uma cópia do memorando através do secretário do Conselho de Governadores, sem lhe dizer o que pretendia fazer com ele. Depois fez cópias para a imprensa e divulgou-as no dia seguinte, juntamente com uma declaração pessoal: "Estou surpreso [com a carta do presidente]. A única resposta que posso dar é dar-lhe uma cópia do registo do que se passou na

reunião da Casa Branca ... qualquer outro comentário pode ser supérfluo" (Eccles 1951, p. 496).

A história foi notícia de primeira página no domingo, 4 de fevereiro. Como Eccles observou, a impressão geral era que a carta do Presidente não fazia uma descrição exata do que tinha acontecido na Casa Branca. O público compreendeu claramente que a Casa Branca estava a exercer pressão sobre uma organização que pretendia ser independente de influência política. "Em consequência disto, o sentimento público, e consequentemente o sentimento do Congresso, balançou para apoiar a Reserva Federal" (Ibid.).

Movimento seguinte do FOMC

Na segunda-feira de manhã "a gordura estava ao lume " (Eccles 1951, p. 496). McCabe convocou uma reunião extraordinária imediata do FOMC. Esta seria uma reunião crucial de que ele tomou notas (BGFRS 1951a, p. 2). No início da reunião, Eccles explicou a sua motivação para a divulgação do memorando:

Não tenho remorsos. Fiz o que penso que era o correto. Se tivesse de o fazer de novo, faria exatamente o que fiz. Penso que, dadas as circunstâncias, era a forma como melhor podia cumprir a minha responsabilidade pública, a forma como melhor podia proteger a posição deste Sistema, bem como proteger o meu próprio registo. Lamento profundamente que a situação se tenha desenvolvido a tal ponto que a divulgação do que devia ser um documento confidencial me pareceu absolutamente essencial dadas as circunstâncias. Eu próprio assumo toda a responsabilidade por isso. Evitei propositadamente falar com alguém ou dizer a alguém o que ia fazer, porque não queria de forma alguma envolver mais ninguém. Não agi com base no conselho de ninguém ou como resultado de consultas com ninguém. Quero apenas dizer isto, para que conste⁵¹. (Ibid., p. 16)

Prosseguiu explicando porque é que achava que era importante para a Reserva Federal resistir à pressão do Tesouro para manter taxas fixas. Observou que quando a fixação das taxas foi decidida em 1942, tinha havido uma grande folga na economia. "A situação atual é exatamente o oposto". Apesar de um

⁵¹ Sproul apoiou a publicação do memorando do Eccles. Nenhum outro membro se manifestou, nem contra nem a favor.

excedente orçamental, o crédito privado estava a alimentar a inflação (Ibid., p. 17):

Não podemos esperar para agir. É tempo, urgentemente, de agir. Em retrospectiva, eu diria, sobretudo, que temos estado a falhar em não agir mais cedo e de forma mais agressiva. Não conseguimos tomar medidas tão drásticas, fortes e agressivas quanto a situação tem vindo a exigir. (Ibid., p. 17)

Aos membros do FOMC que privilegiaram a prudência, observou que já tinham tentado argumentar com a razão com o Tesouro durante mais de um ano sem alcançar quaisquer resultados. "Já não temos tempo para resolver as coisas desta forma. Eu, por exemplo, sinto que a questão tem de ser enfrentada" (Ibid., p. 18) ⁵².

McCabe leu então uma resposta à carta do Presidente declarando o apoio do FOMC ao mercado de títulos do governo, mas exprimindo o seu desacordo com a sua interpretação da reunião e com o que ali tinha sido acordado (ou melhor, não acordado). Todos os membros, exceto um, concordaram com a carta, que foi devidamente enviada para a Casa Branca⁵³. Apresentou também uma carta suplementar enviada ao Secretário Snyder convidando o Tesouro a discutir que políticas poderiam ser aconselháveis no futuro imediato" e expondo as posições do Sistema para estas discussões (Ibid., p. 30):

- A Reserva Federal continuaria durante algum tempo a apoiar o preço nominal das obrigações a mais longo prazo com restrições.
- O Tesouro ofereceria uma obrigação de longo prazo com retornos mais atrativos para investidores não bancários.

⁵² Também discutiram a autoridade legal do Presidente ao abrigo da Lei de Produção de Defesa de 1950 recentemente promulgada para dirigir o Conselho da Reserva Federal ou o FOMC nas suas operações. Segundo o Conselho Geral, não foi este o caso (Ibid., p. 14). Contudo, foi pedido à Divisão Jurídica que verificasse se outra legislação, desde a Lei Bancária de 1935, poderia dar ao Tesouro um mandato para dirigir as políticas da Reserva Federal no domínio monetário (Ibid., p. 25).

⁵³ O Governador Vardaman, que era um associado próximo de Snyder, discordaria frequentemente dos outros membros do FOMC e era também, por vezes, acusado de fuga de informação para a imprensa.

- A Reserva Federal limitaria as suas compras de títulos do Tesouro de curto prazo.

Estes termos tornar-se-iam a base para o subsequente Acordo entre o Tesouro e a Reserva Federal. Com esta mudança de política, esperar-se-ia que os bancos membros obtivessem as suas reservas necessárias principalmente através de empréstimos junto dos bancos da Reserva Federal (Ibid., p. 32).

O FOMC também concordou que se deveria permitir que o preço das obrigações de longo prazo caísse para o par em pequenos passos, mas previsíveis. McCabe observou, contudo, que enquanto o Fed pudesse ser instruído pelo Tesouro a comprar ao par e 22/32, teriam de proceder com cuidado. Teriam de "... ter extremo cuidado para assegurar que, na execução das políticas de todo o Comité, não fosse dado qualquer motivo para uma acusação por parte do Tesouro, ou de qualquer outra pessoa, de má fé da parte do Comité" (Ibid. p.40).

O Acordo

Apesar desta tentativa do FOMC de clarificar a política, no dia seguinte, o Presidente reiterou o seu entendimento (numa conferência de imprensa) de que "a maioria do Conselho da Reserva Federal concordou com ele sobre a sua opinião sobre as taxas de juro" (Ibid., p. 37). McCabe não estava obviamente a fazer passar a sua mensagem. Além disso, o Secretário do Tesouro Snyder anunciou que iria para o hospital para uma operação aos olhos, pelo que lhes pediu que mantivessem as taxas em espera até ao seu regresso. McCabe respondeu, "a menos que haja alguém no Tesouro que possa chegar a um acordo rápido e definitivo ..., teremos de tomar medidas unilaterais" (Meltzer 2003, p. 708)⁵⁴. Isto pôs então em marcha as consultas que levariam ao Acordo. Snyder nomeou os subsecretários adjuntos Edward Bartelt e William McChesney Martin, Jr., para negociar com a Reserva Federal. A Reserva Federal nomeou Riefler, Thomas e Rouse (Meltzer 2003, p. 708)⁵⁵.

⁵⁴ McCabe era favorável a um adiamento, mas Sproul opôs-se. Queria prosseguir de imediato com as discussões com o Tesouro. Havia também uma forte pressão do Congresso para adiar (Meltzer 2003, p. 708n230).

⁵⁵ Woodlief Thomas era o economista-chefe do Conselho; Winfield Riefler era conselheiro do Presidente do Fed; Robert Rouse era gestor do Sistema de Conta de Mercado Aberto.

Discussões técnicas

As discussões técnicas começaram seriamente em 20 de fevereiro e continuaram depois sob a forma de consultas intensivas entre as duas partes, num espírito de boa vontade. Quando o FOMC se reuniu no início de março, Riefler pôde relatar os progressos substanciais feitos pelo grupo. Ele observou em particular que "ambas as partes concordaram que a monetização da dívida deve ser travada tanto quanto possível" e que era essencial proceder cuidadosamente "uma vez que a chamada disputa entre o Tesouro e a Reserva Federal era um fator psicológico mais significativo na situação atual" (BGFRS 1951d, 10-11). O Tesouro tinha também aceite, após longas discussões, que a proposta da Reserva Federal era "essencialmente um pacote e não suscetível de muito compromisso" (Ibid., p. 11).

Martin tinha sido convidado para a reunião do FOMC para apresentar o ponto de vista do Tesouro. Ele observou inicialmente que "não poderíamos ter tido uma discussão mais agradável ou mais franca ou mais aberta sobre o problema". Sinto que conseguimos uma boa dose de educação. Pelo menos deu-nos uma melhor compreensão do nosso problema mútuo" (Ibid., p. 12). Ele afirmou que tinham trabalhado "de uma forma perfeitamente honesta e objetiva", mas ainda dentro do âmbito do discurso de Snyder de 18 de Janeiro em Nova Iorque (Ibid., p. 13).

Martin apoiou a proposta da Reserva Federal em princípio, mas procurou obter garantias de que a mudança de política não conduziria a aumentos acentuados das taxas de juro: "Não queremos sentir que estamos a iniciar um padrão de subida das taxas de juro no que poderia ser um período de financiamento de guerra" (Ibid., p. 17). O Tesouro queria, portanto, garantias de que a Reserva Federal apoiaria as taxas atuais no período de transição, enquanto a nova obrigação não negociável estava a ser emitida. Não pediu apoio indefinido, mas observou que tal apoio deveria ser concedido para o resto do ano (Ibid., p. 19).

Nas discussões subsequentes do FOMC, vários membros estavam preocupados com a extensão e duração do apoio da Reserva Federal à taxa a longo prazo (Ibid., p. 30). Além disso, Sproul salientou que o acordo não deveria de forma

alguma ser estabelecido no quadro anunciado pelo Secretário Snyder em Nova Iorque. Para facilitar novos progressos, o grupo técnico foi então solicitado a retomar imediatamente os trabalhos e a esclarecer quaisquer questões remanescentes⁵⁶.

Quando o FOMC voltou a reunir-se no dia seguinte, Riefler informou-o sobre as discussões da noite anterior. Observou que o ponto delicado era o possível efeito do programa nas taxas de juro e que era importante que ambas as partes compreendessem o significado de uma mudança de política em termos de preços e taxas de mercado (Ibid., p. 32). Era especialmente importante para a Reserva Federal notar que o apoio a um mercado ordenado não implicava um apoio de valor nominal. Observou que, no âmbito do novo quadro, o Tesouro teria de oferecer emissões a taxas atrativas e não confiar no Fed para apoio (Ibid., p. 33). Houve também acordo em que seria desejável algum apoio à atual manutenção das taxas de juro durante a nova emissão de obrigações, mas que o Tesouro não viu necessidade de apoio durante muito tempo após a nova oferta de obrigações, "Não nos estamos a ver entrar em Maio ou Junho com uma estrutura fixa de taxas neste segmento de mercado" (Ibid., p. 34)⁵⁷.

Para ajudar nas discussões finais e excluir a possibilidade de mal-entendidos, o FOMC expôs então a sua posição sob a forma de um programa de sete pontos (ver Anexo 2 para detalhes).

O Acordo

⁵⁶ Nesta fase, Eccles retirou-se da reunião para ir a Chicago para um compromisso como orador; assim, não esteve presente no segundo dia da reunião, mas deu o seu apoio ao projeto de acordo antes de partir.

⁵⁷ Tal como apresentado ao FOMC a 1 de Março, o acordo resultante refletiu as ideias originais de Riefler. A Reserva Federal manteria a taxa de desconto em $1\frac{3}{4}$ por cento até ao final de 1951. O Tesouro retiraria as obrigações negociáveis do mercado, trocando-as por uma obrigação não negociável em bolsa que rendesse $2\frac{3}{4}$ por cento. Para tornar essas obrigações líquidas e assim mais atrativas para o mercado, o Tesouro trocá-las-ia, mediante pedido, por uma nota negociável de $1\frac{1}{2}$ por cento a cinco anos. Durante a troca, a Reserva Federal apoiaria o preço das notas a cinco anos. Esse apoio era central porque o valor das obrigações não negociáveis dependia do preço da nota de cinco anos. No entanto, a Reserva Federal não se comprometeu a apoiar o preço da nota para além das compras de 200 milhões de dólares (Hetzl e Leach 2001, pp. 50-51)

Quando o comitê executivo do FOMC se reuniu a 3 de março, McCabe referiu-se à sua conversa com o Presidente, que continuava preocupado com o que aconteceria às obrigações a longo prazo. McCabe tinha respondido que era difícil saber o que poderia acontecer, mas estava confiante de que "à medida que o público sentisse que o mercado do Governo já não estava regulamentado, haveria maior confiança nele" (BGFRS 1951e, p. 3). Discutiram então a rapidez com que o mercado se poderia movimentar e concordaram que a conta do Sistema teria de ser "interpretada de ouvido" durante os primeiros dias (Ibid., p. 4).

O Presidente McCabe referiu-se então ao anúncio que seria emitido conjuntamente pelo Tesouro e pela Reserva Federal. A declaração dizia o seguinte:

O Tesouro e o Sistema da Reserva Federal chegaram a pleno acordo no que diz respeito à gestão da dívida e às políticas monetárias a prosseguir na prossecução do seu objetivo comum de assegurar o financiamento bem-sucedido das necessidades do Governo e, ao mesmo tempo, de minimizar a monetização da dívida pública. (Ibid., p. 6)

Ao mesmo tempo, foram informados do anúncio de conversão do Tesouro, oferecendo por um período limitado "uma nova série de investimento de obrigações do Tesouro não negociáveis a longo prazo em troca obrigações do Tesouro de 2 $\frac{1}{2}$ por cento no período de 15 de junho e 15 de dezembro de 1967-72" (Ibid., p. 7).

Riefler acrescentou que, tal como acordado com o Tesouro, não haveria entendimento escrito quanto à extensão do apoio do Sistema às obrigações de longo prazo restritas (a 21 ou 22/32 acima do par), embora se mantivessem fiéis ao acordo anterior de apoio do Sistema até 200 milhões de USD. Além disso, haveria "o maior sigilo sobre os termos do acordo" para facilitar o sucesso da nova oferta de conversão (Ibid., p. 8).

Eccles aproveitou a ocasião para notar que apoiava relutantemente o acordo com o Tesouro, principalmente desde que a questão da conversão agora "prejudicava o mercado" em vez de refletir "o verdadeiro mercado público". No entanto, percebeu que o programa de compromisso era o melhor que podiam obter nas circunstâncias, e que afinal "era um passo muito importante na direção de um mercado mais flexível e maior liberdade na determinação de

políticas de mercado aberto do Sistema". McCabe acrescentou que "a maior esperança no acordo era o facto de ter marcado uma nova era nas relações Reserva Federal-Tesouro", mas também observou que "era apenas o início de um período de melhor compreensão" e ambas as partes teriam de trabalhar arduamente "para fazer com que este novo espírito de cooperação tivesse êxito" (Ibid., p. 12).

O FOMC aprovou então o acordo. E, no dia seguinte, o Secretário do Tesouro Snyder também o aprovou. A declaração conjunta foi então publicada no domingo, 4 de março⁵⁸.

As consequências do Acordo

Apesar de o Tesouro ter perdido a batalha da fixação de taxas, este não abandonou a luta. O Secretário do Tesouro Snyder fez saber ao Presidente que já não tinha confiança no Presidente McCabe. Sem uma relação de trabalho com o Tesouro, McCabe já não conseguia funcionar. McCabe enviou uma amarga carta de demissão, mas mais tarde voltou a apresentar uma versão branda quando solicitado pela Casa Branca (Hetzl e Leach 2001, p. 51). Pouco tempo depois, o Presidente nomeou William McChesney Martin, Jr., o subsecretário adjunto do Tesouro que tinha conduzido tão habilmente a discussão sobre o Acordo, como o novo presidente do Conselho de Governadores.

Na imprensa, isto foi amplamente entendido como sendo a vingança do Tesouro, e que a Reserva Federal tinha ganho a batalha mas perdido a guerra. Ou seja, a Reserva Federal tinha-se libertado do Tesouro, mas depois o Tesouro tinha reconquistado terreno instalando o seu próprio homem ao leme (Ibid., p. 52). Ironicamente, porém, Martin revelou-se tão ansioso em defender a independência da Reserva Federal como os seus anteriores presidentes⁵⁹. Ele continuaria a exercer a presidência durante quase dezanove anos; o mandato mais longo de qualquer presidente até à data⁶⁰.

⁵⁸ Na altura, os relatos da imprensa sobre o Acordo não o encaravam como uma grande mudança, nem na política nem na independência da Reserva Federal (Meltzer 2003, p. 712n234).

⁵⁹ Leon Keyserling, na altura presidente do Conselho de Conselheiros Económicos do Presidente, disse que "Martin rapidamente traiu o Presidente" depois de se ter tornado o Governador do FED (Hetzl e Leach 2001, p. 52).

⁶⁰ Alan Greenspan serviu como Governador do FED durante cerca de 18,5 anos. Eccles serviu quase 16 anos.

A reação do mercado ao Acordo foi modesta. O reembolso das obrigações no $2\frac{3}{4}$ de obrigações não negociáveis em Abril não alterou substancialmente o rendimento de outras dívidas de longo prazo (Meltzer 2003, p. 713). Durante o período de conversão, a Reserva Federal comprou notas de cinco anos, como prometido para apoiar o preço. Contudo, quando a Reserva Federal gastou o montante de apoio acordado nos primeiros três dias, o Tesouro chamou e quis mais apoio. Esse pedido foi recusado, e não havia mais nada que o Tesouro pudesse fazer sobre o assunto. Doravante, a Reserva Federal deixou de ser parte do sistema de preços constantes, com as suas consequências inflacionistas. "Eccles tinha ganho a sua última batalha em Washington" (Hyman 1976, p. 351).

(continua)

4ª parte)

A POSIÇÃO DE MARRINER ECCLES SOBRE A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL

Eccles tornou-se um ator central no drama do Acordo quando lançou o memorando classificado da reunião da FOMC com o Presidente, mas fê-lo para proteger a integridade e independência da Reserva Federal. A imprensa liberal admoestou Eccles pela sua perceptível mudança de defensor do New Deal para conservador (Weldin 2000, p. 215), mas as suas ações enquadram-se bem na sua visão mais ampla do duplo mandato dos bancos centrais de combater a inflação e prevenir a depressão. Para Eccles, a independência dos bancos centrais tornou-se uma necessidade em 1951, não como uma virtude absoluta, mas mais como uma ferramenta tática para resistir à pressão do Tesouro para o financiamento da guerra inflacionária.

Não a um Fed onipotente

Marriner Eccles defendeu as consultas e o consenso. Quando o Conselho discutia a política monetária durante a Segunda Guerra Mundial, ele dizia aos seus colegas "foi um erro o banco central de qualquer país se considerar completamente independente". Deveria expressar os seus pontos de vista e depois "não tentar fazer prevalecer a sua vontade, mas cooperar na execução do programa acordado pelo Governo" (BGFRS 1942, p. 8).

No entanto, à medida que a guerra se arrastava sem sinais de mais financiamento via tributação, Eccles foi-se tornando gradualmente mais preocupado com as consequências inflacionistas da continuação do financiamento bancário do défice orçamental. Era também cético em relação aos programas de obrigações do Tesouro, e argumentou que era necessária uma política de crédito mais restritiva. Mas ele não defendeu um banco central totalmente independente e onipotente:

Concordo com aqueles que afirmam que o domínio do Tesouro sobre a política de crédito da Reserva Federal é perigoso. Não concordo, contudo, com a afirmação infantil e sem sentido de que a Reserva Federal deveria ser onipotente ou que deveria ser livre de assumir uma atitude que poderia ser descrita como "que o Tesouro seja amaldiçoado".
(Eccles 1951b, p. 1)

O conflito com o Tesouro intensificou-se durante o período pós-guerra e particularmente após a eclosão da Guerra da Coreia sobre a continuação da política monetária de dinheiro barato do período de guerra de financiamento do pesado défice. Eccles tinha há muito favorecido medidas administrativas para travar o crescimento do crédito privado, mas no início de 1951 sentiu que era tempo de o Fed agir de forma independente. Com o Tesouro a enfrentar um défice de dimensão desconhecida, já não era da responsabilidade do Sistema da Reserva Federal subscrever a dívida pública a preços fixos, mas sim "fazer tudo o que estivesse ao seu alcance para refrear quer a expansão da oferta monetária quer também uma maior depreciação do poder de compra do dólar" (Eccles 1951c, p. 4).

Por conseguinte, o Sistema da Reserva Federal não devia continuar a apoiar o mercado de títulos públicos a preços fixos. No meio da reunião do FOMC no início de Março, quando a Reserva Federal estava a discutir os últimos retoques do Acordo, Eccles foi a Chicago para defender a sua posição:

Se o Congresso não quer que o Sistema da Reserva Federal cumpra as suas atuais responsabilidades estatutárias, deve revogar ou redefinir os seus poderes. Até que o faça, o Sistema não tem escolha sob o atual impacto das pressões inflacionistas, senão usar os seus poderes de uma forma consistente com as suas responsabilidades para com o público, bem como para com o Tesouro. Fazer o contrário, seria falhar no seu dever público e não seria do verdadeiro interesse do Governo. Um maior grau de independência por parte do Sistema da Reserva Federal há muito que devia ter sido alcançado. (Eccles 1951c, p. 4)

Mas, acrescentou Eccles, *"nem a Reserva Federal nem o Tesouro devem ser onnipotentes ou dominantes; cada um deve considerar-se um parceiro igual, com responsabilidades de igual peso"* (Eccles 1951b, p. 8).

Relutante defensor de taxas flexíveis

Eccles era um defensor relutante de taxas de juro flexíveis. Imediatamente após a Segunda Guerra Mundial, opôs-se ao aumento das taxas porque *"iria aumentar o custo dos juros da dívida do Governo e aumentar os ganhos bancários"* (Eccles 1946, p. 2). Um forte aumento das taxas poderia também causar *"uma queda muito grave no mercado obrigacionista"* (Ibid.).

Já em 1949, Eccles continuava a apoiar a política de taxas de juro baixas. Numa carta ao Senador Douglas cita uma carta anterior ao Secretário do Tesouro Snyder que *"o nosso propósito e política não se baseiam no desejo de um nível mais elevado de taxas de juro, mas inteiramente para desencorajar a monetização desnecessária da dívida através de um mecanismo de guerra"* (Eccles 1949b, p. 11).

Nas reuniões do FOMC que conduziram ao Acordo a 4 de março, o Presidente Sproul da Reserva Federal de Nova Iorque estava a exercer a maior pressão para a independência e taxas flexíveis. Vários dos outros membros do Conselho ainda estavam a apoiar medidas alternativas para controlar o crescimento das reservas, o que na sua mente era o principal problema⁶¹. Eccles finalmente

⁶¹ Um membro da Direção (Szymczak) deixou claro que a responsabilidade do Sistema nos termos da lei era regulamentar a disponibilidade de reservas bancárias e que, portanto, o

tomou o partido de Sproul, e notou que "... em nenhum momento dos mais de 16 anos em que fui membro do Conselho de Administração houve maior necessidade de coragem e liderança realista em questões monetárias e de crédito" (BGFRS 1951c, p. 9). Eccles tinha concluído que a economia já não podia resistir a um sistema de controlos diretos durante um período indefinido, e que era tempo de o governo enfrentar a situação e oferecer aos investidores taxas atrativas (Ibid., p. 10).

Quando compareceu perante o Congresso em Janeiro de 1951, Eccles observou novamente que a Reserva Federal não estava interessada em taxas de juro mais elevadas enquanto tal, mas apenas na medida em que podiam ajudar a travar a venda (por bancos e companhias de seguros) de títulos do governo, que se acrescentavam às reservas e depósitos do sistema bancário (Eccles 1951a, pp. 175-6). Para travar a venda de títulos do Estado, era necessário que o mercado se tornasse mais autossustentável. "O resultado incidental de tal desenvolvimento, nas condições atuais, será taxas de juro um pouco mais elevadas", observou Eccles (Eccles 1951c, p. 2).

É interessante notar como Eccles se tornou gradualmente um apoiante de taxas mais flexíveis. Numa carta dirigida ao American Banker em 1951, defendeu a sua mudança de opinião, e notou que a situação tinha mudado drasticamente (Eccles 1951d). Em 1948, tinha havido um risco real de deflação, enquanto que agora (em 1951) os preços estavam a aumentar rapidamente. Como resultado, argumentou ele, a oferta de dinheiro tinha diminuído, enquanto que agora (em 1951) estava a expandir-se rapidamente. Por conseguinte, acusou o editor de ter deturpado os seus pontos de vista:

O objetivo do artigo era fazer parecer que sou inconsistente ao defender um mercado mais livre para os títulos do governo a longo prazo, agora, enquanto que anteriormente favorecia o apoio ao 2 $\frac{1}{2}$ rendimento a longo prazo. Mas o artigo não leva completamente em consideração a grande diferença entre a situação monetária e de crédito na altura, em comparação com a situação atual (Ibid.).

Sistema não estava interessado em aumentos das taxas de juro enquanto tal, mas sim em políticas que permitissem ao Sistema cumprir as responsabilidades que lhe eram impostas pelo Congresso, embora tais políticas resultassem em taxas mais elevadas (BGFRS 1951c, p. 14).

Apesar da sua "conversão" às taxas flexíveis, Eccles continuou empenhado em taxas baixas a longo prazo (Hetzl and Leach 2001, p. 37n8).

Além de acreditar que precisamos de uma política monetária flexível com taxas de juro flutuantes, acredito que precisamos de um nível geralmente baixo de taxas de juro como uma questão de longo prazo, ainda que por vezes possam ser necessárias taxas mais elevadas para retardar a evolução da inflação. (Eccles 1950, p. 9)

Taxas mais baixas apoiariam, de acordo com Eccles, a despesa agregada, manteriam uma pressão descendente sobre a poupança, estimulariam o investimento, favoreceriam os grupos de baixo e médio rendimento na distribuição do rendimento, e manteriam baixos os custos financeiros da produção e, conseqüentemente, forneceria bens mais baratos (Eccles 1950, p. 9). As suas opiniões sobre a direção a longo prazo das taxas de juro não foram assim afetadas pelo seu apoio tático a taxas flexíveis no conflito agudo com o Tesouro no Inverno de 1950-51.

Importância da resposta política simétrica

Para Eccles, a luta contra a inflação em 1951 exigia uma Reserva Federal forte e independente. Uma vez que o Congresso não lhes daria poderes adicionais para controlar o crescimento excessivo de reservas, teriam de utilizar os poderes que o Congresso já lhes tinha concedido. O esforço de guerra (na Coreia) não daria em nada se os poderes destrutivos da inflação pudessem seguir o seu curso. Como observou o Senador Douglas: "Aos olhos daqueles que querem destruir a democracia e as instituições capitalistas, a inflação é uma forma barata de conseguir o seu colapso" (Meltzer 2003, p. 703n218).

É interessante notar que as preocupações de Eccles com a inflação do pós-guerra apareceram cedo. Ele alertou durante a guerra para "uma situação em que consumidores individuais e empresas, se lhes fosse permitido comprar livremente, tentariam em muitos campos comprar muito mais do que o disponível" (Eccles 1944, p. 1). Defendeu uma mudança na política de estímulo orçamental ativo durante os anos da Depressão para uma política mais restritiva que permitisse transferir recursos para a produção de guerra e controlar a inflação.

Eccles constatou que muitos dos seus aliados keynesianos dos anos 30 demoraram tempo a perceber este problema do pós-guerra. Muitos deles continuaram preocupados com o risco de um grande colapso após a guerra⁶². "Sempre que Eccles analisava a atualização dos 'ativos líquidos' na nação, os novos números (sempre a subirem) convenciam-no de que os anos imediatos do pós-guerra seriam marcados por uma inflação 'clássica' onde 'demasiado dinheiro procura comprar muito poucos bens'" (Hyman 1976, p. 288). Mas Eccles esteve sempre consciente do duplo mandato da Reserva Federal: preservar o máximo emprego enquanto se controlava a inflação. Isto exigia uma resposta política simétrica: *"É dever do Governo intervir para combater, tanto quanto possível, os dois males da inflação e da deflação"* (Eccles 1935c, p. 1). Eccles estava, portanto, perfeitamente satisfeito por apoiar a "bombagem ativa" do governo na década de 1930, ao mesmo tempo que abraçava a luta contra a inflação no início da década de 1950. Como ele tinha salientado em 1935: *"A inflação só deve ser temida depois de termos alcançado a retoma da economia"* (Eccles 1935b, p. 15).

Marriner Eccles era um presidente "fraco"?

A independência do banco central não era uma virtude absoluta para Eccles. Alguns descreveram o seu mandato como Presidente da Reserva Federal nos anos 30 como "virtualmente um secretário adjunto do Tesouro para assuntos monetários" (Timberlake 1999, p. 3). Mas para Eccles, o papel adequado do FED durante a Depressão era apoiar o programa orçamental da Administração Roosevelt.

Meltzer (2003) descreve Eccles como um presidente fraco e inconsistente que não conseguiu preservar a integridade da Reserva Federal sob Roosevelt, e só mais tarde (após a Segunda Guerra Mundial) reconheceu a necessidade de mais independência. No entanto, este ponto de vista passa ao lado da coerência das opiniões económicas de Eccles, especialmente sobre a questão das finanças compensatórias. Por muito que a Reserva Federal deva lutar ao lado da Administração na guerra contra o desemprego, deve estar igualmente vigilante

⁶²Walter S. Salant e Gerard Colm estavam entre alguns dos outros economistas (EUA) que foram rápidos a reconhecer as novas realidades da inflação do pós-guerra (Hyman 1976, p. 288).

na luta contra a inflação. Se a Administração prevaleceu na sua "visão do dinheiro fácil", então a Reserva Federal teve de assumir a luta sozinha.

Quando o FOMC estava a discutir como enfrentar o desafio do Tesouro, em fevereiro de 1951, Eccles olhou para o período do pós-guerra e sublinhou que a luta já devia ter sido travada desde há muito tempo:

Olhando para 1946 e 1947, quando o Tesouro tinha pela frente um excedente orçamental e a guerra tinha terminado, particularmente quando estávamos a ter os nossos problemas com o Secretário do Tesouro Vinson, deveríamos ter tomado uma posição mais forte. Se tivéssemos tido uma discussão, eu poderia ter-me demitido. Ao olhar para trás, lamento não ter tomado uma posição mais forte para obter do Congresso uma autoridade substituta. Mas até obtermos essa autoridade, cabe-nos a nós usar a que temos. (BGFRS 1951a, p. 19)

Marriner Eccles passou de um apoio prudente à independência política [da Reserva Federal] nos primeiros anos da guerra para um apoio mais apaixonado à independência do banco central após a guerra. Uma vez afastado da presidência do Conselho da Reserva Federal, Eccles opôs-se tornou-se ainda mais abertamente às políticas económicas da Administração Truman. O início da Guerra da Coreia exacerbou a controvérsia entre Eccles e a Administração. Embora continuasse a acreditar que as políticas orçamentais eram mais potentes contra a inflação do que a política monetária, acabou por apoiar taxas mais flexíveis face a fortes pressões inflacionistas.

As suas repetidas propostas de excedentes orçamentais e restrição de crédito irritaram a Administração e alienaram os banqueiros. Mas Eccles persistiria na promoção das suas causas apesar do fraco apoio político. Gradualmente o Congresso apareceria como apoiante da posição da Reserva Federal, mas o apoio dos republicanos de topo Robert Taft e Arthur Vandenberg pode ter irritado tanto o Presidente que a substituição de Eccles (em 1948) foi inevitável (Weldin 2000, p. 177). Apesar disso, Eccles continuou a sua luta e finalmente ganhou. Como apoiante ativo de Sproul e McCabe, ele foi fundamental para a concretização do Acordo.

Marriner Eccles tem sido acusado de mudar ao sabor do vento, e de ser um presidente fraco e inconsistente e, depois, de ser um membro corriqueiro do

Conselho dos Governadores do Sistema da Reserva Federal. Eu vejo-o antes como um decisor político pragmático que compreendeu que a adequação dos instrumentos políticos e da estrutura de governação do banco central depende da situação em causa. Por conseguinte, a independência do banco central e a luta contra a inflação não devem ser vistas como um santo graal a ser defendido a todo o custo e a todo o momento.

LIÇÕES PARA A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL

Gavyn Davis (2012) afirma que a batalha das taxas fixas "foi provavelmente a maior batalha política da história da banca central". Esta "luta épica entre um presidente dos EUA que estava à beira de uma guerra nuclear, e um banco central que procurava estabelecer o seu direito de aplicar uma política monetária independente resultou numa vitória improvável para o banco central" (Ibid.) Davis pensa que o Acordo fornece lições importantes para os bancos centrais que estão hoje sob pressão crescente para apoiarem os seus governos e os rendimentos dos títulos de dívida. Ele acredita que "este é um território perigoso, que está precisamente no centro da relação de um governo com o seu banco central".

No entanto, como vimos, a história do Acordo também pode ser lida de forma diferente, com uma série de lições a serem aprendidas. Visto num contexto histórico mais amplo e à luz das ações do Marriner Eccles, é minha opinião que o Acordo deve ser interpretado como parte de uma visão mais ampla para um banco central compensatório. De acordo com Eccles, o banco central deveria estar tão preocupado com a depressão como com a inflação. Assim, a lição para hoje é que os bancos centrais deveriam preocupar-se mais com o problema do desemprego e apoiar as políticas orçamentais contracíclicas. Como Eccles observou perante o Congresso em 1933:

A menos que adotemos as medidas corretivas necessárias, só podemos esperar afundar-nos mais profundamente em situação de perigo, com uma possível revolução, com a desintegração social, com o mundo em ruínas, com a rede das suas obrigações financeiras em pedaços, com a própria base da lei e da ordem estilhaçada. Sob tal condição, nada mais é possível senão uma sociedade primitiva. Porquê arriscar uma tal

catástrofe quando ela pode ser evitada por medidas agressivas na direção certa por parte do Governo? (Eccles 1933, p. 705)

A lição que extraio do Acordo é de que para um banco central é menos importante ser totalmente independente do que ser eficaz, atuando em paralelo de forma verdadeiramente anti-cíclica e em conjunto com políticas orçamentais agressivas. Para atingir o seu objetivo de estabilidade empresarial, o banco central terá também de ganhar mais controlo sobre a criação de crédito privado⁶³. Só desta forma o banco central poderá ser uma verdadeira força compensatória na economia.

Diferentes lições do Acordo

Lição 1: É notável como podem ser extraídas lições muito diferentes da história do Acordo. Como referido, o Acordo está sujeito a uma série de interpretações possíveis. Muitos economistas invocam o Acordo em apoio de uma política monetária mais independente, livre de qualquer domínio da política orçamental. Davis (2012) vê o Acordo como a "vitória final sobre o domínio orçamental" e "como o momento em que o FED moderno e independente começou a existir". A equipa de economia global do Citibank analisa a história do Acordo e observa que (felizmente) existem agora "entendimentos gerais sobre a natureza e importância da independência do banco central - e o papel que a política monetária pode desempenhar para assegurar resultados económicos favoráveis" (Sheets e D'Antonio 2012, p. 1). Este quadro intelectual mais forte deverá impedir uma repetição dos acontecimentos que se seguiram à Segunda Guerra Mundial. Com a pressão substancial agora acumulada sobre os bancos centrais para manterem as taxas baixas (num ambiente com elevadas dívidas governamentais), "os bancos centrais terão de permanecer intensivamente concentrados nos seus mandatos principais e não se distrair com outros objetivos ou pressões políticas"⁶⁴ (Ibid., p. 14).

⁶³ Para mais discussões sobre este tópico, ver Moe (2012b).

⁶⁴ Curiosamente, o Tesouro dos EUA considerou recentemente a emissão de notas de taxa variável para atenuar os efeitos negativos de uma estratégia de saída com taxas crescentes. O paralelo com os anos 50 é impressionante, quando o Tesouro converteu o enorme stock de dívida a termo fixo em circulação para taxas mais atrativas para suavizar o efeito de balanço

McCulley e Pozsar (2012) fornecem outra interpretação da história do Acordo e das lições da década de 1930. Apoiam a atual política ultra-flexível da Reserva Federal e notam que "é, na realidade, algo semelhante ao quadro de fixação de preços de títulos que ocorreu durante os anos anteriores ao acordo Reserva Federal-Tesouro de 1951 " (McCulley e Pozsar 2012, p. 5n3). Ao manter as taxas baixas durante um período prolongado, o banco central apoiou o programa de empréstimos a longo prazo do governo. Infelizmente, as autoridades orçamentais estão atualmente obcecadas com orçamentos equilibrados. "O problema dos bancos centrais atualmente não é, portanto, proteger a sua independência, mas ajudar os governos a libertarem-se dos seus receios de falsas ortodoxias que os impedem de contrair empréstimos e investir" (Ibid., p. 5).

No entanto, a nova política da Reserva Federal de fixar as expectativas de taxas de longo prazo em patamares baixos marca o fim de um longo período de "contendas" entre o Tesouro norte-americano e o Sistema da Reserva Federal, onde a autoridade orçamental teria que adivinhar como reagiria a autoridade monetária às suas decisões de política orçamental. "A era de décadas da 'Aritmética Monetarista Desagradável'(1981) de Sargent e Wallace acabou" (McCulley e Pozsar 2012, p. 6).

De facto, a história do Acordo está sujeita a uma série de interpretações, com diferentes lições a serem aprendidas. Um grupo vê o Acordo como o resultado final de uma luta épica para obter a independência do banco central e a estabilidade dos preços. Outra interpretação colocaria o Acordo num contexto histórico mais amplo e encará-lo-ia como um passo necessário na altura para contrariar as pressões inflacionistas, mas abster-se-ia de retirar lições universalmente aplicáveis sobre a independência do banco central a partir desta experiência histórica específica. Em vez disso, a lição é tirar é que as políticas do banco central e do Tesouro normalmente precisam de ser

de taxas mais elevadas. Mas hoje em dia, não há absolutamente nenhuma razão para o Tesouro emitir notas de taxa variável, segundo Campbell Harvey, professor de finanças na Fuqua School of Business da Duke University em Durham, Carolina do Norte. "Se as taxas de juro subirem, isso coloca o governo em risco, porque terão de arranjar muitas receitas extra para pagar a fatura dos juros" (Citado em Liz Capo McCormick e Meera Louis, "Father Of Treasury Floaters Says Now's Time For Sales," Bloomberg.com, 30 de Abril de 2012, <http://www.bloomberg.com/news/2012-04-29/father-of-treasury-floaters-says-now-worst-time-to-beginsales.html>).

coordenadas, e que um banco central independente focado (apenas) na estabilidade de preços é apenas uma das muitas configurações possíveis para uma tal coordenação.

Os ministérios das finanças e os bancos centrais precisam de coordenar as políticas

Lição 2: Existe uma necessidade permanente de coordenação entre a política orçamental e monetária. Durante as audições do Comité Patman, o Senador Douglas observou o "conflito inevitável" entre o Tesouro e a Reserva Federal, e o potencial das duas agências para funcionarem com objetivos contraditórios (Congresso dos EUA 1952a, p. 489). Durante as discussões sobre o Acordo, o Subsecretário Adjunto Martin apelaria à Reserva Federal para uma concordância sobre o Acordo, uma vez que "estamos na situação do Exército e da Marinha e temos de trabalhar em conjunto numa guerra" (BGFERS 1951d, p. 21).

Este problema de coordenação política tem sido amplamente discutido na literatura académica. Woodford (2001, p. 70) nota: "Os nossos resultados implicam que um banco central encarregado de manter a estabilidade dos preços não pode ser indiferente quanto à forma como a política orçamental é determinada". Sargent e Wallace (1981) discutiram este problema de coordenação no seu artigo clássico "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic" (Alguma Aritmética Monetária Desagradável). Observaram que as políticas monetária e orçamental deveriam interagir de forma coerente, a fim de proporcionar um equilíbrio único (Park 2012, p. 4). Notaram também que a exigência do público de uma dívida pública remunerada poderia vincular a autoridade monetária e assim possivelmente limitar a sua capacidade de controlar a inflação permanentemente (Sargent e Wallace 1981, p. 1). O resultado dependeria muito da forma como as políticas orçamental e monetária são coordenadas: "Como dois samurais que se enfrentam num duelo"⁶⁵.

Svensson (2012, p. 295) observa que este "duelo" pode ser resolvido da melhor forma se cada agência prosseguir o seu objetivo específico, com um olho no

⁶⁵ "A Japanese Duel," Financial Times, 17 June 2012, (<http://www.ft.com/cms/s/0/6ee02358-b6eb-11e1-8c96-00144feabdc0.html#axzz25Pk8F4gq>), on the policy standoff between the Bank of Japan and the Diet.

que a outra está a fazer: "O equilíbrio será mais um equilíbrio não cooperativo de Nash do que um equilíbrio coordenado". No entanto, Dixit e Lambertini (2003, p. 23) consideram que se a política orçamental não for restringida "pode não valer a pena incorrer nos custos políticos de pôr em prática qualquer mecanismo de compromisso monetário".

O problema de coordenação foi "resolvido" através da aplicação da Regra de Ouro dos orçamentos equilibrados. Como Woodford observou, "os compromissos com o equilíbrio orçamental ou com os limites do défice alcançaram uma nova proeminência na política macroeconómica no mesmo período em que se verificou uma maior ênfase na independência do banco central e uma política monetária ativamente anti-inflacionista, tanto nos EUA como na União Europeia" (Woodford 2001, p. 71). O compromisso do Tesouro com orçamentos equilibrados permitiria a um banco central independente estabilizar o nível de preços. "Estabelecer e manter fronteiras claras entre as políticas monetária e orçamental protege a independência do banco central e a sua capacidade de cumprir o seu mandato principal - manter a estabilidade dos preços" (Plosser 2012b, p. 4).

A crise financeira mundial levou a uma discussão renovada sobre a melhor forma de coordenar a política orçamental e monetária. Goodfriend (2001, p. 24) preferia que "o FED desempenhasse apenas as funções que devem ser desempenhadas por um banco central independente", e Lacker (2009, p. 7) acrescenta que, "o FED deve concentrar-se principalmente na gestão das suas responsabilidades monetárias" (e nada mais). Eles têm-se preocupado com as recentes operações de liquidez quasi orçamental durante a crise e pensam que tais políticas de crédito poderiam comprometer a independência dos bancos centrais e até mesmo sua credibilidade de metas de inflação. Peter Praet (2012, p. 5) discute este desafio político no contexto da atual crise financeira na zona euro:

Quando são feitos apelos para que um banco central desempenhe o papel de "emprestador de último recurso" nos mercados de obrigações do governo, tais apelos equivalem efetivamente a que o banco central seja solicitado a financiar diretamente soberanos ilíquidos, quer através de intervenções diretas no mercado primário, quer através da extensão de linhas de crédito diretas. Tais atividades não se encontram legalmente ao alcance do BCE, uma vez que o Tratado impõe claramente a proibição

de financiamento monetário (artigo 123.º do TFUE). Esta proibição não deve ser contornada. Mais uma vez, esta disposição do Tratado não foi escolhida arbitrariamente. Baseia-se nas experiências de muitos países ao longo de várias décadas, o que nos ensinou que um banco central que se curva para as necessidades das finanças públicas não pode, em última análise, ser bem-sucedido no cumprimento do seu objetivo de estabilidade de preços orientado para o médio prazo. Em particular, o risco moral poderia enfraquecer os incentivos aos governos para prosseguirem a consolidação orçamental para salvaguardar ou restaurar a sustentabilidade fiscal. Isto acabará por pôr em perigo a estabilidade de preços e a estabilidade macroeconómica em termos mais gerais.

Embora a situação na zona euro seja idiossincrática, há uma percepção comum entre os banqueiros centrais de que precisam de estar "especialmente vigilantes para proteger a política monetária das tentativas de a absorver em tarefas inadequadas de estabilidade financeira", pois tais tentativas podem revelar-se "aspirações disfarçadas para arrastar os paradigmas bem estabelecidos do domínio monetário para o domínio orçamental" (Ibid.).

Contudo, tal como discutido acima, esta visão da banca central eleva a experiência do Acordo a uma verdade universal válida em todas as fases cíclicas. Uma tal interpretação é, a meu ver, incorreta. E como Kocherlakota (2011, p. 3) observou recentemente: "Pode revelar-se ótimo que os bancos centrais garantam as dívidas das autoridades orçamentais em algumas situações. Se assim for, temos de pensar novamente na determinação do nível de preços como algo que é feito conjuntamente pela autoridade orçamental e pelo banco central - tal como Sargent e Wallace nos ensinaram há 30 anos atrás"⁶⁶.

O banco central é "independente dentro do governo"

Lição 3: Os bancos centrais não devem ser onnipotentes.

De acordo com o Presidente Sproul do Fed de Nova Iorque: "*A independência do Sistema da Reserva Federal não significa independência em relação ao*

⁶⁶ Narayana Kocherlakota é Presidente da Reserva Federal de Minneapolis

Governo mas sim independência dentro do Governo" (Congresso dos EUA 1952a, p. 983).

A subcomissão apoiou este ponto de vista, uma vez que a Reserva Federal tinha uma independência substancial, mas era, no entanto, responsável perante o Congresso e o Presidente, que nomearam os seus membros do Conselho de Administração. Apesar desta relação, observaram que a Reserva Federal era formalmente independente e podia tomar as suas próprias decisões políticas sem interferência da Administração.

Mas, a subcomissão acrescentou, *"esta independência formal do Conselho de Governadores em relação ao Presidente é inevitavelmente limitada pelo duro facto de que a política orçamental e a política monetária devem ser coordenadas entre si e com as outras políticas e objetivos do Governo"* (Congresso dos EUA 1952b, p. 52). De acordo com a subcomissão, deveria haver mais discussão sobre políticas económicas entre as agências executivas, uma vez que *"o que é necessário não é a melhor política monetária ou a melhor política orçamental, mas sim a melhor política económica global (Ibid.).* A questão era como é que esta coordenação de políticas deveria ter lugar da melhor forma.

O Senador Douglas (que era membro do Comité Patman) caracterizou os potenciais conflitos entre o Tesouro (querendo emitir dívida a taxas baixas) e a Reserva Federal (querendo travar a inflação com taxas mais altas) como sendo: *"Aqui estão vocês, gémeos, gémeos siameses, mas sem uma estrutura nervosa de coordenação central para ditar uma política uniforme"* (Congresso dos EUA 1949, p. 489). A sua solução foi um mandato mais claro para a Reserva Federal - *"ser um contrapeso às flutuações económicas cíclicas"* (Congresso dos EUA 1952b, p. 76). Uma demarcação mais clara da responsabilidade principal de cada agência seria melhor do que a vaga teoria da "responsabilidade comum" do Comité das relações entre o Tesouro e o Sistema de Reserva Federal. E observou na sua nota escrita e apensa ao relatório que o princípio adequado era de que as *"boas vedações fazem bons vizinhos"*:

Em suma, faço questão de diferenciar a responsabilidade, e faço-o com insistência, porque me parece claro que teremos um melhor resultado final, e que o Tesouro e o Sistema do federal Reserve serão melhores vizinhos a longo prazo, quanto menos se convidarem a jogar no quintal um do outro. (Congresso dos EUA 1952b, p. 76)

Apesar dos seus esforços (e dos esforços de Marriner Eccles), o objetivo da Reserva Federal permaneceu inalterado, apesar de o Comité ter apoiado amplamente a independência recentemente conquistada pela Reserva Federal. Observaram, no entanto, que ...

A independência do Sistema da Reserva Federal é um conceito relativo, não um conceito absoluto. É boa na medida em que contribui para a formulação de uma política sólida, e má na medida em que a desvaloriza. Medido por esta norma, o Subcomité está inclinado a acreditar que é desejável um grau de independência do Conselho de Governadores mais ou menos igual ao que agora goza. (Ibid., p. 52)

No entanto, acrescentaram, "o Conselho de Governadores, como todas as outras partes do Governo, deve jogar como parte de uma equipa, não como árbitro externo, e deve, em última análise, respeitar as decisões que são tomadas pelo Congresso" (Ibid., p. 53)⁶⁷. Neste sentido, esperavam que a nova Reserva Federal independente fosse um jogador de equipa, e não um jogador por conta própria.

O banco central deve apoiar a estabilidade empresarial

Lição 4: Os bancos centrais devem combater a inflação e prevenir a deflação.

O Acordo foi uma solução para um problema específico de coordenação. Na altura, a economia dos EUA estava próxima da capacidade e havia fortes pressões inflacionistas. Hoje em dia, muitos países enfrentam o desemprego em massa e uma inflação baixa. Esta é certamente uma situação em que Eccles teria defendido a expansão orçamental apoiada pela monetização do banco central. Mas os bancos centrais opõem-se atualmente ferozmente a tal ação, uma vez que continuam a apoiar os seus estreitos mandatos de objetivos da inflação (IT).

Existe, contudo, um debate crescente sobre o paradigma dos objetivos da inflação. Jeffrey Frankel observou que o atual regime político não conseguiu responder adequadamente às bolhas do mercado de ativos e também deu respostas políticas inadequadas aos choques de oferta e aos choques dos

⁶⁷ Ver anexo 3 para uma síntese destes pontos de vista sobre a independência do Federal Reserve.

termos de troca⁶⁸. Outros economistas também levantaram questões sobre o atual paradigma dos objetivos da inflação. Blanchard (economista principal do FMI) levantou a questão há algum tempo: "Para ser concreto, serão os custos líquidos da inflação muito mais elevados a, digamos, 4% do que a 2%, o intervalo da gama atual de objetivos? Será mais difícil ancorar as expectativas em 4% do que em 2%?" (Blanchard et al. 2010, p. 11).

O Prémio Nobel Robert Engle observou também que "um pouco de inflação faria muito bem à economia dos EUA, faria certamente muito bem ao mercado da habitação. Se tivéssemos apenas um pouco de inflação e os preços das casas subissem, de repente estariam acima das hipotecas"⁶⁹. Mas tais sugestões têm até agora sido recebidas com um silêncio de chumbo ou descritas como irresponsáveis e "imprudentes"⁷⁰.

Eccles defendeu um objetivo mais amplo do banco central que "promoveria a estabilidade empresarial e moderaria as flutuações na produção, emprego e preços" (Congresso dos EUA 1935, p. 290). O Senador Douglas queria que o Fed fosse "um contrapeso às flutuações económicas cíclicas" (Congresso dos EUA 1952b, p. 76). Ambos teriam provavelmente apoiado o principal candidato para ocupar o posto de âncora nominal preferida - o objetivo do PIB nominal.

Como nota Frankel (2012), persiste uma resistência feroz entre os banqueiros centrais para desistir da âncora dura de 2 por cento de inflação. Mas à medida que a pressão aumenta para uma mudança no paradigma político,

a atração da meta de PIB nominal é que se pode definir uma meta para o PIB nominal que constitua um aumento de 4 ou 5 por cento no próximo ano - o que para um país oscilando entre a recuperação e a recessão é, na verdade, uma meta de inflação de 4 por cento - e ainda assim, ninguém

⁶⁸ Jeffrey Frankel, "The death of Inflation Targeting." VOX.EU, 19 Junho 2012. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/8106>. O Governador do Banco do Canadá, Mark Carney, também expressou o seu apoio à reconsideração dos objetivos do banco central; veja-se o seu discurso sobre a orientação do banco central.

⁶⁹ Citado em Sandrine Rastello, "Engle Joins Krugman Suggesting Higher Inflation for U.S.," Bloomberg, 1 maio de 2012, <http://www.bloomberg.com/news/2012-05-01/engle-joins-krugman-suggesting-higher-inflation-for-u-s.html>.

⁷⁰ A sugestão de Paul Krugman de que o Federal Reserve toleraria uma inflação de 3% a 4% para impulsionar a economia foi rejeitada pelo presidente do Federal Reserve, Ben S. Bernanke, que disse que tal política seria "imprudente".

renunciaria (formalmente) à insistência na inflação de 2% como a âncora de longo prazo.

Assim, o objetivo nominal do PIB poderia ajudar a resolver problemas económicos atuais e fornecer, ao mesmo tempo, um regime monetário mais simétrico e, portanto, mais duradouro para o futuro.

O controlo das finanças privadas é um pré-requisito para a estabilidade financeira

Lição 5: Os bancos centrais precisam de recuperar o controlo da massa monetária.

A criação excessiva de crédito privado foi o principal desafio político enfrentado pela Reserva Federal após a Segunda Guerra Mundial. A Administração Truman geriu excedentes orçamentais durante vários anos, mas o elevado volume de empréstimos bancários neutralizou os seus efeitos. "Os bancos, por outras palavras, criaram uma quantidade de dinheiro tão rapidamente quanto o Governo Federal, com a sua política orçamental, contraía o fornecimento de dinheiro" (Eccles 1948b, p. 8).

Eccles e os seus contemporâneos estavam profundamente preocupados com a capacidade dos bancos de "criar dinheiro". Esta citação de um documento da Reserva Federal enviada ao Senador Douglas, em 1951, ilustra o seu pensamento:

A maioria de todos nós ... provavelmente supõe que o banqueiro empresta a outras pessoas o dinheiro que depositamos no seu banco. Não é esse o caso se olharmos para o sistema bancário como um todo. O facto notável, que é tão pouco compreendido, mesmo entre os banqueiros que supostamente sabem de tais coisas, é que o sistema bancário cria dinheiro. (BGFRS 1951b, p. 3)

Ao longo do tempo, a preocupação com o crescimento excessivo de dinheiro deslocou-se mais para o controlo com o défice orçamental e a forma de restringir a capacidade do Tesouro de criar dinheiro de reserva. Por exemplo, Woodford (2001, pp. 70-71) observa que "um banco central encarregado de manter a estabilidade dos preços não pode ser indiferente quanto à forma como a política orçamental é determinada. Uma solução desejável será limitar

as expectativas orçamentais para que os preços estáveis não exijam uma dinâmica explosiva da dívida".

Mas a recente crise mostrou que um sistema bancário em rápido crescimento pode empurrar o sistema financeiro para além das fronteiras através do crescimento descontrolado da moeda e da expansão adicional de "quase moeda". Este foi um problema de política que foi muito discutido por Eccles e os seus colegas, ao tentarem descobrir como é que o governo poderia recuperar o controlo da (crescimento da) oferta de moeda à sociedade⁷¹. Este problema do crédito descontrolado era também enorme em muitos países antes da recente crise; o grande problema era o crédito privado, não os grandes défices orçamentais. Mesmo assim, para muitos economistas, esta característica da crise tem sido difícil de compreender. Como Gorton e Metric (2012, p. 1) observaram recentemente: "Muitos economistas profissionais encontram-se agora a responder a perguntas dos seus estudantes, amigos e familiares sobre temas que não pareciam de todo centrais até há alguns anos atrás, e estamos coletivamente a lutar para recuperar o atraso".

Mas a dinâmica chave da recente crise - massiva alavancagem e expansão do crédito, alimentada por um sistema bancário sombra que contribuiu para uma bolha imobiliária e depois um colapso - desde há muito que é uma parte central da tradição teórica tanto de Keynes como de Minsky⁷². Agora estas perceções têm de ser integradas no pensamento económico dominante, bem como num novo paradigma para a banca central que se concentra tanto no controlo do crédito privado como no que diz respeito aos défices públicos.

O financiamento do défice e os desafios para a independência do banco central

⁷¹ Veja-se Moe (2012a) para uma discussão sobre os desafios levantados à política económica pelo forte crescimento do crédito e da expansão do sistema bancário paralelo, shadow banking.

⁷² Gerald Epstein, "'Memento,' the Meltdown and the Mainstream," TripleCrisis. 17 February 2012. <http://triplecrisis.com/memento-the-meltdown-and-the-mainstream/>. Epstein acredita que há uma razão para essa negligência: "... o mainstream nunca largou a sua teoria subjacente que se baseia nas ideias erróneas de que os mercados financeiros são, em geral, perfeitamente autogovernados e eficientes e que a economia de mercado tem forças geradoras de equilíbrio que asseguram um forte autocontrolo que sempre recolocam a economia na situação de pleno emprego".

Lição 6: Os bancos centrais devem apoiar uma política orçamental compensatória numa depressão.

Eccles argumentou veementemente que só o governo tinha os poderes criadores de dinheiro que poderiam pôr fim a uma depressão. Argumentou corretamente que uma nação que contrai empréstimos na sua própria moeda nunca pode ir à falência, uma vez que "deve a dívida a si própria". O banco central deveria, portanto, apoiar tais esforços orçamentais através da monetização, uma vez que não haverá risco imediato de inflação.

A posição política heterodoxa de Eccles está em desacordo com a atual doutrina do banco central, tal como foi articulada pelo Presidente Plosser do Banco da Reserva Federal:

Quando o Fed se envolve em programas de crédito direcionados que procuram alterar a atribuição de crédito através dos mercados, então está a envolver-se na política orçamental. Embora seja popular ver tal esbatimento das fronteiras tais como "cooperação" ou "coordenação" entre as autoridades monetárias e orçamentais durante uma crise, ignorar as fronteiras coloca em risco⁷³ o desempenho de uma economia a longo prazo.

Segundo Plosser, esta consciência das consequências negativas do crescimento excessivo da moeda é a razão pela qual os países, uns após outros, decidiram estabelecer e manter bancos centrais independentes. Sem bancos centrais independentes, a tentação de utilizar a impressora de papel-moeda na ausência de disciplina orçamental seria demasiado grande (Plosser 2012a, p. 3).

De acordo com o paradigma dominante "a maior parte da responsabilidade pela resolução desta crise cabe aos governos nacionais⁷⁴" e "pressionar o BCE no papel de comprador final da dívida pública de cada Estado membro criaria o maior risco moral concebível de sempre; ... a proibição do financiamento

⁷³ Charles Plosser, "When a monetary solution is a road to perdition," Financial Times, 17 maio de 2012. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/59e7a6f0-9f40-11e1-a455-00144feabdc0.html#axzz25inOpvrP>.

⁷⁴ Jorg Asmussen, citado por Peter Spiegel e Gerrit Wiesmann, "Draghi calls on EU leaders for 'brave leap,'" Financial Times, 24 maio de 2012, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/281e032c-a5b6-11e1-b77a-00144feabdc0.html#axzz25Vp6kH6H>

monetário é um elemento indispensável para uma moeda estável" (Issing 2011). Davis (2012) acrescenta que "a ideia de que o banco central deve colocar um limite ao nível dos rendimentos das obrigações [na Zona Euro] ... é um território perigoso - que está precisamente no cerne da relação existente entre um governo e o seu banco central"⁷⁵. E Peter Praet, do BCE, acrescenta: "É essencial que as linhas de demarcação claras previstas no Tratado não sejam violadas ou deslocadas. Isto constituiria um prejuízo duradouro e um retrocesso institucional para com o nosso atual quadro de política, o que seria intrincado ou mesmo impossível de inverter" (Praet 2012, p. 5).

Mas o que acontecerá se a atual política de austeridade não funcionar e a crise se aprofundar? Como Martin Wolf, do Financial Times, observa,

Se a zona Euro entrasse em colapso, a política do Reino Unido teria de se tornar muito mais agressiva. O governo e o Banco de Inglaterra teriam de considerar o que é agora considerado como esquemas amplamente não convencionais: financiamento direto em larga escala de défices orçamentais muito maiores pelo Banco de Inglaterra; intervenção massiva do Banco de Inglaterra nos mercados cambiais; ou garantias governamentais em larga escala de financiamento e empréstimos bancários⁷⁶.

A atual combinação de política monetária ultra-relaxada e de política orçamental rigorosa atrasou a recuperação em muitos países desde a crise financeira [N.T. Ver FMI (2012) para uma avaliação recente da economia do Reino Unido e de alguns argumentos para retardar a pressão restritiva a nível de política orçamental que estava a ser pensada]. O que está a fazer falta (nos EUA) hoje é "uma autoridade orçamental com vontade de gastar e responder à postura sem precedentes da Reserva Federal para encorajar e acomodar voluntariamente a expansão orçamental para facilitar a desalavancagem do setor privado sem depressão." (McCulley e Pozsar 2012, p. 45).

⁷⁵Note a semelhança com o financiamento de guerra nos Estados Unidos e o estabelecimento de taxas fixas de rendimento de 1942.

⁷⁶ Martin Wolf, "Best not to pin hopes on UK's plan A-plus," Financial Times, 15 June 2012. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/50b8a556-b6d9-11e1-8c96-00144feabdc0.html#axzz25inOpvrP>.

O que é necessário agora, como na década de 1930, é um estímulo monetário vigoroso, tanto através de meios orçamentais como monetários. A Reserva Federal está à espera que o governo faça a sua parte nos EUA, enquanto até agora o BCE tem feito a sua parte apenas com relutância, em parte com referência às disposições do Tratado de Maastricht sobre a independência do banco central. Por essa razão, infelizmente, dado o atual domínio da doutrina dos "orçamentos equilibrados", o estímulo orçamental na Europa parece estar longe de ser suficiente.

A política monetária não deve ser petrificada

Lição 7: Precisamos de uma mudança no atual paradigma da banca central.

O Comité Patman concluiu que os bancos centrais não devem ser independentes do governo (Congresso dos EUA 1952b, p. 51). A Reserva Federal era responsável perante o Congresso, que tinha delegado o seu direito de emitir dinheiro, e o FED também precisava de ter em conta as opiniões do Presidente e da sua Administração, mesmo que a uma distância segura. Uma análise dos relatórios Douglas e Patman revela hoje quão estreitamente interligadas estavam e estão a política monetária e a política orçamental, e também quão semelhantes são hoje as questões de política económica.

A crise atual levou a pedidos renovados de mais controlo político sobre a Reserva Federal (e alguns outros bancos centrais também), e houve várias tentativas para controlar a sua independência⁷⁷. Sproul discutiu estas mesmas questões em 1948, quando observou que

Suponho que ninguém ainda argumentaria que o sistema bancário central deveria ser independente do Governo do país. O controlo que tal sistema exerce sobre o volume e o valor do dinheiro é um direito do Governo, e é exercido em nome do Governo, com poderes delegados pelo Governo. Mas existe uma distinção entre independência do Governo e

⁷⁷ Depois da crise recente, o Congresso teve sucesso em fazer com que o Gabinete de Contabilidade do Governo conduzisse uma revisão independente dos livros do Federal Reserve e o FED foi forçado a revelar informações detalhadas dos clientes relacionadas com as suas operações de gestão de crises.

Nota do tradutor. A publicação de dados das operações do FED na crise da dívida soberana mostrou que a Europa, agarrada aos seus dogmas monetaristas, foi resgatada pela política de apoio do FED. Veja-se Adam Tooze, *Crash*.

independência da influência política num sentido mais restrito. Os poderes do sistema bancário central não devem ser o peão de qualquer grupo, facção ou partido, ou mesmo de qualquer administração em particular, sujeitos a pressões políticas e às suas próprias necessidades orçamentais passageiras. (Sproul 1948; citado em Meltzer 2003)

Esta interpretação da independência do banco central foi apoiada pelo Comité Patman em 1952, mas não seria coerente com o papel "omnipotente" do BCE. Mas, como já salientámos acima, a independência dos bancos centrais só pode ser viável se proporcionar resultados políticos superiores ao longo do tempo. Hoje em dia, o atual paradigma de um banco central independente que visa um objetivo reduzido de estabilidade de preços está sob pressão renovada porque o modelo é cada vez mais visto como um obstáculo à execução ótima das políticas. E, como a nossa discussão do Acordo demonstrou, a atual visão da independência do banco central baseia-se numa leitura errada da realidade histórica.

Ugolini (2011, pp. 23-24) argumenta que "as estruturas organizacionais para a provisão de funções de banco central variam ao longo do tempo em resposta às mudanças no ambiente político e financeiro circundante, e a forma atual não é certamente a única solução institucional viável". Por conseguinte, "as atuais estruturas organizacionais não devem ser vistas como gravadas em pedra". Ele acrescenta que

O mesmo é válido para a implementação da monetização do défice público. Na longa história do endividamento soberano, períodos de recurso predominantemente direto aos mercados financeiros alternaram-se com períodos de monetização da dívida - sendo esta última a norma em tempos de disfuncionalidade do mercado. Como resultado, a monetização não deve ser necessariamente vista como um mal, mas sim como uma opção a ser sujeita a uma avaliação do custo-benefício - à luz, evidentemente, dos constrangimentos impostos pelos acordos institucionais em vigor. (Ibid.)

No conjunto, conclui, "os dados históricos sugerem que a eficácia de qualquer solução (tanto em relação às formas organizacionais como às políticas monetárias) depende crucialmente da sustentabilidade do arranjo institucional que as sustenta". Eccles teria concordado. A história do Acordo deveria ensinar aos banqueiros centrais que embora a independência possa, por vezes,

ser crucial para combater a inflação, o apoio aos esforços governamentais para combater a deflação e o desemprego em massa pode, noutras alturas, ser mais importante.

No espírito de Eccles, é tempo de um paradigma de banco central mais equilibrado que apoie a utilização de políticas compensatórias.

POSTSCRIPT: O QUE ACONTECEU A ECCLES?

Eccles já tinha preparado a sua carta de demissão ao Presidente Truman (a 28 de Janeiro de 1951) quando o conflito com o Tesouro se agravou no início de 1951. Por causa do conflito, adiou o seu envio para 1 de Março, o que marcaria o fim de dezassete anos de serviço governamental, dezasseis dos quais no Conselho da Reserva Federal.

Embora Truman possa ter sido generoso para com os adversários, negou a Eccles qualquer tipo de benevolência. A resposta do Presidente foi "uma expressão pró-forma de boa sorte e adeus, sem uma sílaba de agradecimento pelos serviços prestados à nação" (Hyman 1976, p. 357). Aparentemente, a independência de Eccles e os repetidos ataques às políticas da Administração tinham-se tornado demasiado difíceis de suportar para Truman. O apoio de Marriner Eccles à investigação contínua dos assuntos do grupo bancário Transamerica pode também ter desempenhado um papel (Weldin 2000)⁷⁸.

Mas os jornais estavam cheios de aclamações. O New York Times escreveu:

O controlo do Tesouro sobre a política da Reserva Federal foi finalmente quebrado... em grande parte porque Marriner Eccles se recusou a renunciar ao papel que tinha assumido muitos anos antes como guardião da sua consciência. Desafiando a Administração, Marriner Eccles forçou esta longa e latente controvérsia a vir à luz do dia com um golpe de efeito que teria dado crédito a Theodore Roosevelt nos seus dias de apogeu. (Citado em Hyman 1976, p. 358)

⁷⁸ Professor Lloyd Mints da Universidade de Chicago observou: "Eccles era um adversário que mesmo o Presidente Truman tinha dificuldade em intimidar ou ultrapassar." citado em Timberlake 1999, p. 8).

E o Washington Post observou que "*Marriner Eccles tem sido um funcionário público modelo, com capacidade a que se alia a sua probidade, que ganhou o respeito tanto dos amigos como dos inimigos*" (Ibid.).

Liberto da sua posição oficial, Eccles regressou à sua cidade natal de Logan, no Utah, para proferir o discurso de início do ano letivo no Utah State Agricultural College a 4 de Junho. Nesse discurso, marcou uma ruptura definitiva com a Administração ao denunciar a Doutrina Truman e a política da Guerra Fria do Presidente (Eccles 1951f, p. 4):

No Irão, na China, na Coreia, na Indochina e noutros lugares, nós e os outros países do mundo ocidental falhámos singularmente em proporcionar os benefícios tangíveis do capitalismo democrático que teriam evitado a propagação do comunismo. Em vez disso, demos a nossa bênção e apoio a governos reacionários que não têm a confiança e o apoio do povo. Não conseguimos perceber que uma grande parte do mundo se encontra num estado de revolução económica que consideramos de inspiração comunista e tentamos então comprá-la com dólares ou dominá-la através da guerra. Temos de reconhecer que os comunistas só podem explorar as condições que continuarão a existir se nós próprios, na nossa política externa, não passarmos a enfrentar as causas subjacentes à revolução mundial.

Ele continuaria a ser um dos primeiros opositores relativamente às intervenções americanas na Indochina. A sua posição antiguerra era consistente com as suas anteriores opiniões sobre o financiamento das despesas de defesa da Segunda Guerra Mundial e a necessidade de fazer corresponder as políticas imperiais aos recursos económicos. Que os EUA continuassem a financiar muito mais aventuras militares no estrangeiro, despesas financiadas pela venda de títulos ao resto do mundo, era muito pouco provável que tivesse estado na sua caixa de ferramentas políticas.

Pouco depois de deixar o Conselho de Governadores, voltou a casar e regressou ao Utah, onde consolidou ainda mais os vários interesses industriais e bancários da sua família. Também estabeleceu uma série de fundações envolvidas em assuntos locais. A holding bancária por ele fundada, First Security, permaneceu independente até 2000, quando foi adquirida pela Wells Fargo. Era a mais antiga holding bancária multiestadual dos EUA.

Marriner S. Eccles morreu em 1977, com a idade de 87 anos.

REFERÊNCIAS

Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia, and Paolo Mauro. 2010. "Rethinking Macroeconomic Policy." IMF Staff Position Note. Washington, DC. 12 February.

Board of Governors of the Federal Reserve System. 1942. "Minutes of Board Meeting."

Washington, DC: Federal Reserve System. 3 February.

———. 1946. "Minutes of Board Meeting." Washington, DC: Federal Reserve System. 17, January.

———. 1950a. "Minutes of FOMC Meeting." Washington, DC: Federal Reserve System. 3, May.

———. 1950b. "Minutes of FOMC Meeting." 18 August.

———. 1951. "Minutes of FOMC Meeting." 31 January.

———. 1951a. "Minutes of FOMC Meeting." 6-8 February.

———. 1951b. "Material furnished (to) Senator Douglas by the Board on February 16, 1951;

Used by Senator Douglas in his Statement of February 22nd on the Floor of the Senate." Washington, DC: Federal Reserve System.

———. 1951c. "Minutes of a meeting of the Board of Governors with the Federal Advisory Council." 20 February.

———. 1951d. "Minutes of FOMC Meeting." 1-2 March.

———. 1951e. "Minutes of meeting of the executive committee of the FOMC." 3 March.

Bordo, Michael. 2011. "Comments on 'Perceptions and Misperceptions of Fiscal Inflation.'"

Eric M. Leeper and Todd B. Walker, BIS Working Papers No. 364. Basel: Bank for International Settlements.

Brookings Institute. 2011. *Rethinking Central Banking*. Washington, DC: Committee on International Economic Policy and Reform.

Carney, Mark. 2012. "Guidance." Remarks at the CFA Society Toronto, 11 December

Cecchetti, Stephen G. 2009. Crisis and Responses: The Federal Reserve in the Early Stages of the Financial Crisis. *Journal of Economic Perspectives* 23 (1): 51-75

Chandler, Lester V. 1949. "Federal Reserve Policy and the Federal Debt." *American Economic Review*, 39 (2): 405-429

Currie, Lauchlin. 2004 (1934). "Desirable Changes in the Administration of the Federal Reserve System." *Journal of Economic Studies* 31(3/4): 267-269.

———. 2004 (1935). "The Objectives of the Banking Bill of 1935." *Journal of Economic Studies* 31(3/4): 280-288.

Davies, Gavyn. 2012. "How the Fed defeated President Truman to win its independence." *Financial Times*. 20 January.

Dixit, Avinash and Luisa Lamertini. 2003. "Interactions of Commitment and Discretion in Monetary and Fiscal Policies." Boston University Working Papers in Economics No. 575. Boston: Boston University.

Eccles, Marriner S. 1932. "Depression-Its Causes, Effects and Suggested Remedies." Speech at the Utah State Bankers Convention, 17 June.

———. 1933. Statement before the Senate Finance Committee on Investigation of Economic Problems, 25 February.

———. 1935a. "Monetary Problems of Recovery". Address to the Annual Midwinter Meeting of the Ohio Bankers Association, Columbus, Ohio, 12 February.

———. 1935b. "Can Capitalism Be Saved?" Remarks in Boston, 16 February.

———. 1935c. "Statement by Chairman Eccles on Inflation and Reserves." 22 November.

- . 1936. "Necessity of Coordinating Fiscal and Monetary Policies." Speech at the University of Cincinnati, 26 March.
- . 1937. "Controlling Booms and Depressions." *Fortune Magazine*, April.
- . 1938. "Letter to Senator Vandenberg." 14 June.
- . 1944. "Possibilities of Postwar Inflation and suggested Tax Action." Address at the Tax Institute Symposium. New York, 8 February.
- . 1946. "Letter to Treasury Secretary Snyder", 22 August
- . 1947. "Statement before the Joint Committee on the Economic Report." 10 December
- . 1948a. "Statement before the Joint Committee on the Economic Report." 13 April.
- . 1948b. "Speech before Utah State Bankers Association." Salt Lake City. 29 June.
- . 1949. "Statement before the Sub-Committee on Monetary, Credit, and Fiscal Policies." 22 November.
- . 1949a. "Supplementary letter to Senator Paul Douglas." 1 December.
- . 1949b. "Confidential letter to Senator Paul Douglas." 15 December.
- . 1950. "The Long-range Problem of Democratic Capitalism." Address before the Social Science Section of the Ohio College Association. Columbus, Ohio, 14 April.
- . 1951. *Beckoning frontiers: Public and personal recollections*. (to be filled in)
- . 1951a. "Preparedness against both War and Inflation". Official Verbatim Transcript of Hearings before Joint Committee on the Economic Report. January 1951.
- . 1951b. "The Treasury-Federal Reserve Dispute." Address before the 55th Annual Meeting of Group Two of the Pennsylvania Bankers Association, 12 February.
- . 1951c. "Address at a Luncheon of the Executives Club of Chicago." Chicago, 2 March.

———. 1951d. "Letter to the American Banker." Attached to letter to William McChesney

Martin, Jr., 15 March.

———. 1951e. "Current Banking, Monetary and Fiscal Policies." Address to Twelfth Annual Pacific Northwest Conference on Banking. Pullman, Washington, 5 April.

———. 1951f. "Address of Marriner S. Eccles at the 58th Commencement of the Utah State Agricultural College." Logan, Utah, 4 June.

Eichengreen, Barry and Peter M. Garber. 1991. "Before the Accord: US Monetary-Financial Policy, 1945-51." In R. G. Hubbard (ed.), *Financial Markets and Financial Crises*. University of Chicago Press.

Epstein, Gerald and Juliet Schor. 2011. "The Federal Reserve-Treasury Accord and the Construction of the Post-War Monetary Regime in the United States." PERI Working Paper No. 273. Amherst, MA: Political Economy Research Institute of the University of Massachusetts Amherst.

Goldenweiser, E. A. 1950. "Douglas Committee Report." *American Economic Review* 40 (3): 389-396.

Goodfriend, Marvin. 2001. "Why We Need an 'Accord' for Federal Reserve Credit Policy: A Note." *Economic Quarterly* 87 (1): 23-32.

———. 2011. "Central Banking in the Credit Turmoil: An Assessment of Federal Reserve Practice." *Journal of Monetary Economics* (58): 1-12.

Goodhart, Charles. 2009. "Procyclicality and Financial Regulation." Banco de Espana.

Estabilidad Financiera. Num. 16.

Godley, Wynne. 1992. "Maastricht and All That." *London Review of Books* 14(19): 3-4.

Gorton, Gary and A. Metrick. 2012. "Getting up to Speed on the Financial Crisis: A One-Weekend-Reader's Guide." NBER Working Paper No. 17778. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Hannoun, Hervé. 2012. "Monetary policy in the crisis: testing the limits of monetary policy." Speech at the 47th SEACEN Governors' Conference Seoul, Korea, 13-14 February

Hetzel, Robert L. and Ralph F. Leach. 2001. "The Treasury-Fed Accord: A New Narrative Account." *Economic Quarterly* 87(1): 33-55.

Hyman, Sidney. 1976. *Marriner S. Eccles: Private Entrepreneur and Public Servant*. New York: Alfred A. Knopf.

IMF. 2012. "United Kingdom-Staff Report for the 2012 Article IV Consultation." Washington, DC: IMF. 2 July.

Issing, Otmar. 2011. "Moral hazard will result from ECB bond buying." *Financial Times*. 30 November.

King, Mervyn. 2012. Speech given at the Mansion House. 14 June.

Kocherlakota, Narayana. 2011. "Central Bank Independence and Sovereign Default." Speech at the Sovereign Debt Seminar. Chicago, Illinois, 26 September.

Kramer, Amanda L., ed. 2001. Special Issue. *Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly* 87(1).

Lacker, Jeffrey M. 2009. "Government Lending and Monetary Policy." Speech at the National Association for Business Economics. Alexandria, Virginia, 2 March.

Leven, Maurice, H.G. Moulton and C. Warburton. 1934. "America's capacity to consume". Brookings Institute

Martin, William McChesney. 1952. "Banking Independence." Address to the 18th Annual Convention of the Independent Bankers Association. Minneapolis, Minnesota.

McCabe, Thomas B. 1949. "Statement before the Subcommittee on Monetary, Credit, and Fiscal Policies." 3 December.

McCulley, Paul and Zoltan Pozsar. 2012. "Does Central Bank Independence Frustrate the Optimal Fiscal-Monetary Policy Mix in a Liquidity Trap?" *Good Society of Fellows*, 26 March.

Meltzer, Alan H. 2003. *The History of the Federal Reserve, Volume 1: 1913-1951*. Chicago: University Of Chicago Press.

Meulendyke, Ann-Marie. 1989. *US Monetary Policy and Financial Markets*. New York: Federal Reserve Bank of New York.

Moe, Thorvald Grung. 2012a. "Shadow Banking and the Limits of Central Bank Liquidity Support." Working Paper 712. Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute of Bard College.

———. 2012b. "Control of Finance As a Prerequisite for Successful Monetary Policy." Working Paper 713. Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute of Bard College.

Papadimitriou, Dimitri B. and Randall Wray. 2012. *Euroland's Original Sin*. Policy Note 2012/8. Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute of Bard College.

Park, Seok Gil. 2012. "Central Banks Quasi-Fiscal Policies and Inflation." IMF Working Paper WP/12/14. Washington, DC: IMF.

Phillips, Ronnie J. 1995. *The Chicago Plan & New Deal Banking Reform*. M.E. Sharpe.

Plosser, Charles. 2012a. "Fiscal Policy and Monetary Policy—Restoring the Boundaries." Speech at the Monetary Policy Forum, University of Chicago Booth School of Business. New York City, 24 February.

———. 2012b. "Restoring Central Banking after the Crisis." Paper presented at the Inaugural Meeting of the Global Interdependence Center's Society of Fellows. Paris, France, 26 March.

Praet, Peter. 2012. "Monetary Policy at Crisis Times." Lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies. Geneva, 20 February.

Reich, Robert B. 2011. *Aftershock: The Next Economy and America's Future*. New York: Vintage Books.

Sargent, Thomas J. and Neil Wallace. 1981. "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic." *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5(Fall): 1-17.

Sheets, Natan and Peter D'Antonio. "Empirical and Thematic Perspectives. Fiscal Deleveraging, Financial Repression, and Central Bank Independence—Lessons from the US Experience after World War II." Citibank Global Economics, 14 May.

Stein, Herbert. 1969. *The Fiscal Revolution in America*. Chicago: The University of Chicago Press.

Svensson, Lars E.O. 2012. "The Relation between Monetary Policy and Financial Policy." *International Journal of Central Banking* January: Special Supplemental Issue.

Tett, Gillian. 2011. "Central bankers must update outdated analytical toolkit." *Financial Times*, 20 October.

Timberlake, Richard H. 1999. "The Tale of Another Chairman." *The Region*, Federal Reserve Bank of Minneapolis.

TIME Magazine. 1936. Business: "Banks & Brakes" (cover story). 27 (6), 10 February.

Tobin, James. 1950. "A Review of Our National Debt by the Committee on Public Debt Policy." *Harvard Law Review* 63 (3): 555-558.

———. 1953. "Monetary Policy and the Management of the Public Debt: The Patman Inquiry." *The Review of Economics and Statistics* 35 (2): 118-127.

Ugolini, Stefano. 2011. "What Do We Really Know about the Long-term Evolution of Central Banking? Evidence from the Past, Insights for the Present." Norges Bank Working Paper No. 15. Oslo: Norges Bank.

US Congress, Subcommittee of the Committee on Banking and Currency. 1935. "Statement of Marriner S. Eccles, Governor of the Federal Reserve Board on the Banking Act of 1935." 10 May.

———. 1949. "Hearings before the Subcommittee on Monetary, Credit and Fiscal Policies." Joint Committee on the Economic Report. Subcommittee on Monetary, Credit, and Fiscal Policies.

———. 1950. "Monetary, Credit, and Fiscal Policies." Report of the Subcommittee on Monetary, Credit, and Fiscal Policies ("The Douglas Report").

———. 1952a. "Monetary Policy and the Management of the Public Debt. Hearings before the Subcommittee on General Credit Control and Debt Management." Joint Committee on the Economic Report.

———. 1952b. "Monetary Policy and the Management of the Public Debt." Report of the Subcommittee on General Credit Control and Debt Management ("The Patman Report").

———. 2011. "Trends in the Distribution of Household Income between 1979 and 2007." Congressional Budget Office.

Vernengo, Matias. 2006. "A Hands-off Central Banker? Marriner S. Eccles and the Federal Reserve Policy, 1934-1951." Salt Lake City, UT: University of Utah Department of Economics.

Weldin, Sandra J. 2000. *A.P. Giannini, Marriner S. Eccles, and the Changing Landscape of American Banking*. (PhD dissertation.) Denton, TX: University of North Texas.

Woodford, Michael. 2001. "Fiscal Requirements for Price Stability." NBER Working Paper 8072. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Woods, Randall B. 1990. *A Changing of the Guard: Anglo-American Relations, 1941-1946*. Chapel Hill: University of North Carolina Press.

Anexo 1: Cronologia do Acordo Reserva Federal-Tesouro de 1951

1951

3 de Janeiro: O Presidente do Fed McCabe e Sproul reúnem-se com o Secretário do Tesouro Snyder

17 de Janeiro: Encontro com o Presidente Truman

18 de Janeiro: Secretário do Tesouro Snyder; discurso em Nova Iorque

19 de Janeiro: O Presidente McCabe encontra-se com Truman

31 de Janeiro: Reunião do FOMC com Truman

1 de Fevereiro: Comunicado de imprensa da Casa Branca sobre a reunião

2 de Fevereiro: A Casa Branca divulga a carta de Truman a McCabe

4 de Fevereiro: Eccles divulga memorando do encontro FOMC com Truman à imprensa

6-8 de Fevereiro: Reunião do FOMC

8 de Fevereiro: McCabe e Sproul reúnem-se com Snyder

10 de Fevereiro: Snyder é hospitalizado

20-23 de Fevereiro: Discussões técnicas Tesouro- Reserva Federal

22 de Fevereiro: Douglas apresenta o seu relatório no plenário do Senado

26 de Fevereiro: McCabe e Sproul reúnem-se com Truman et al.

2 de Março: Snyder aprova o Acordo proposto

4 de Março: O Acordo é publicado a 9 de Março: O Presidente McCabe é despedido

15 de Março: William McChesney Martin, Jr. é nomeado novo Presidente do Fed

10 de Abril: Truman demite o General McArthur

14 de Julho: Eccles demite-se

Anexo 2: Pontos Principais da Proposta do FOMC no Acordo Tesouro-Reserva Federal, 2 de Março ⁷⁹

1. Objectivo: reduzir ao mínimo a criação de reservas bancárias através da monetização da dívida pública, assegurando ao mesmo tempo o financiamento das necessidades do Governo.
2. Concordar com a ideia de uma oferta de conversão que deve ser concebida para fazer o trabalho de retirar do mercado os 2-1/2s de longo prazo restritos.
3. Apoiará o saldo 2-1/2s (restrito) a 21/32 acima do par em Junho e 22/32 acima do par em Dezembro (num montante máximo de 200m USD e por um período não superior a 15 de Abril de 1951).
4. Taxa de desconto: O Conselho de Governadores não aprovará qualquer alteração durante o resto do ano civil sem consulta prévia do Tesouro e a menos que se verifiquem circunstâncias muito imperiosas.
5. Mercado ordenado: com excepção do apoio de 2-1/2s a longo prazo para montante fixo e período fixo durante a oferta de conversão, mercado ordenado significa manter condições ordenadas sem referência ao par em qualquer questão.

⁷⁹ Os documentos-chave da história do Acordo podem ser encontrados no website do Conselho de Governadores: FOMC: Transcrições e Outro Material Histórico, 1951, incluindo as extensas actas históricas da reunião de 1-2 de Março de 1951, contendo estes pontos.

6. Declaração pública: breve declaração financeira geral de carácter não político.

7. O conselho solicita a sua cooperação na procura de legislação complementar antecipada para restringir a expansão do crédito bancário.

Anexo 3: O Relatório Patman: Independência do Sistema da Reserva Federal (excertos)

A primeira questão que deve ser levantada em qualquer discussão sobre a independência do Sistema da Reserva Federal é "independência de quê? ... O Subcomité rejeita a ideia de que o Sistema da Reserva Federal deve ser independente do Governo. Concorde com o Sr. Sproul, que afirmou numa carta para as Audiências da Subcomissão:

Penso que se deve ter continuamente em mente que sempre que se coloca a ênfase na necessidade de independência do Sistema da Reserva Federal não significa independência em relação ao Governo, mas sim independência dentro do Governo.

A independência do Sistema da Reserva Federal, que ainda deve ser considerada, é, portanto, para utilizar as palavras do Sr. Sproul "independência dentro do Governo". Esta independência é de dois tipos - independência em relação ao Presidente e independência em relação ao Congresso.

Mas, a independência formal do Conselho de Governadores em relação ao Presidente é inevitavelmente limitada pelo duro facto de a política orçamental e monetária deverem ser coordenadas entre si e com as outras políticas e objectivos do Governo para que o Governo possa prestar o maior serviço à Nação.

Isto significa que o Conselho de Governadores deve inevitavelmente discutir e esforçar-se por reconciliar as suas diferenças com as agências executivas. O que é necessário não é a melhor política monetária ou a melhor política orçamental, cada uma como fins em si mesmas, mas a melhor política económica global. Isto é naturalmente mais provável de ser alcançado, do ponto de vista da Reserva Federal, quando a sua influência na formação de políticas governamentais está no máximo.

O objectivo final, evidentemente, não é que o Sistema da Reserva Federal seja independente, mas que o país tenha uma política económica sólida. A independência do Sistema da Reserva Federal é um conceito relativo, não um conceito absoluto. É boa na medida em que contribui para a formulação de uma política sã, e má na medida em que a desvaloriza. Medido por esta norma, o Subcomité está inclinado a acreditar que é desejável um grau de independência do Conselho de Governadores mais ou menos igual ao que agora goza.

Muitas das políticas que a Reserva Federal deve defender para manter a solidez do dólar em tempos de pressões inflacionistas são impopulares; no entanto, é necessário que tenham um forte defensor, a fim de evitar um enviesamento inflacionista na economia. Este fim é melhor servido dotando o Conselho de Governadores de um grau considerável de independência - reforçando o seu poder de negociação na determinação da política geral. Mas, o Conselho de Governadores, como todas as outras partes do Governo, deve jogar como parte de uma equipa, e não como árbitro externo, e deve, em última análise, cumprir as decisões que são tomadas pelo Congresso.

(Excertos do Congresso dos EUA 1952b, p. 51-53)

O autor: **Thorvald Grung Moe** é consultor especial no Norges Bank, o banco central da Noruega, onde trabalha desde 1985. Ocupou aí uma vasta gama de posições, cobrindo tópicos como controlo cambial, estabilidade financeira, política monetária, política de sistemas de pagamento, e planeamento estratégico. Anteriormente, foi director de departamento na ala de Estabilidade Financeira e representou o banco central no conselho da Autoridade de Supervisão Financeira da Noruega. Foi também observador no Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária. Antes de se juntar ao Norges Bank, Moe trabalhou no Banco Mundial e no Ministério das Finanças norueguês. Realizou numerosas consultas com o Fundo Monetário Internacional no Médio Oriente, América Latina, e Europa de Leste. Publicou livros e artigos sobre regulação bancária, bancos transfronteiriços e a crise financeira. A sua investigação recente centra-se na independência do banco central, nas

políticas de concessão de empréstimos de última instância, nos bancos-sombra e na interface entre a estabilidade financeira e a política monetária.