

UFRJ/IE
FD368

NS 98989

UNIVERSIDADE FEDERAL
DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

Uma Crítica à Tese da Independência do
Banco Central

nº 368

João Sicsú

Textos para Discussão

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

**SÉRIE TEXTOS PARA DISCUSSÃO - Nº 368
UMA CRÍTICA À TESE DA INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL*
JULHO DE 1996**

JOÃO SICSÚ**



43 - 016863

* Em publicação na revista *NOVA ECONOMIA*. Este artigo é parte da pesquisa do Projeto de Estudos da Moeda e Sistemas Financeiros do Instituto de Economia da UFRJ que conta com o apoio financeiro do CNPq. O autor agradece as sugestões dos pesquisadores do Projeto e dos colegas e professores do curso de doutorado do Instituto de Economia. Agradece, ainda, as observações feitas pelos pareceristas anônimos da revista *Nova Economia*. Cabe, entretanto, eximi-los de qualquer responsabilidade por eventuais erros ou omissões.

** Doutorando do Instituto de Economia da UFRJ.

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

FEA - UFRJ
BIBLIOTECA
 Data: 99 / 10 / 176
 N.º Registro: 044629-7

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

UFRJ/LEI
 74268

FICHA CATALOGRÁFICA

SICSÚ, João

Uma crítica à tese da independência do Banco Central. /
 João Sicsú. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 1996

25p; 21cm. (Textos para Discussão. IE/UFRJ; nº 368)

Bibliografia: p.24-25

1. Bancos Centrais. I. Título. II. Série.

ÍNDICE

RESUMO	5
INTRODUÇÃO	7
1. EFICIÊNCIA DA POLÍTICA ECONÔMICA	9
2. CRÍTICA À TESE DA IBC	11
SUMÁRIO E CONCLUSÕES	15
ANEXO	16
NOTAS	23
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	24

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

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

RESUMO

Este pequeno artigo faz uma crítica pontual à tese da Independência dos Bancos Centrais. Mostra que em arranjos institucionais que possuem um BC plenamente autônomo podem emergir conflitos entre a política monetária e a política fiscal. Quando isto ocorre, o artigo conclui que a política macroeconômica torna-se ineficiente.

* * *

This short article introduces an argument against the Central Bank Independence thesis. It points out it is possible to emerge conflicts between the monetary policy and the fiscal policy in institutional arrangements where there is a fully autonomy monetary authority. If these events emerge, the article concludes the macroeconomics policy will be an inefficient economic policy.

INTRODUÇÃO

Alguns autores, defensores da tese da Independência do Banco Central (doravante IBC), têm reconhecido que são os pilares teóricos monetaristas que sustentam a sua proposição. Goodhart (1994, p.1427) reconheceu que a curva de Phillips de longo termo compõe os fundamentos teóricos da proposta de independência. Cukierman (1994, p.1437) considera que políticas monetárias discricionárias-ativas podem somente *temporariamente* reduzir a taxa de desemprego ou diminuir as taxas de juros. O custo da melhoria temporária de variáveis reais é, contudo, a inflação. Segundo o monetarismo, como o equilíbrio da economia é estável e único, o resultado final de qualquer política monetária-ativa é sempre nulo: a economia retorna à posição original de equilíbrio em que vigora a *taxa natural de desemprego*.¹ Logo, para Goodhart "...o melhor resultado sustentável que as autoridades podem alcançar através da política monetária é a estabilidade de preços" (1994, p.1427).

Cukierman, Webb & Neyapti (1992, p.382) esclareceram que a independência de um BC não significa tão somente autonomia para realizar políticas monetárias sem a interferência do governo central, significa acima de tudo independência para perseguir o objetivo da estabilidade de preços,; mesmo que esta busca represente sacrificar outros objetivos que podem ser mais importantes para as autoridades políticas. Os proponentes da tese da IBC têm argumentado que um BC independente deve assumir a tarefa estatutária única de *guardião da estabilidade* do poder de compra da moeda. Goodhart (1994, p.1427) afirmou que se a política monetária

possui mais de um objetivo e estes caracterizam um processo de escolha em que emerge um *trade-off* (inflação e desemprego, por exemplo), então, a decisão sobre os rumos monetários será certamente uma decisão política - tomada fora do BC. Logo, nestes casos, o BC tende a ser mais subserviente, portanto, menos autônomo. Segundo Goodhart, "maior autonomia é mais provável que ocorra quando os bancos centrais buscam alcançar um único resultado macro, tal como a manutenção do padrão-ouro até 1914, ou a estabilidade dos preços hoje" (1994, p.1427).

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

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

1. EFICIÊNCIA DA POLÍTICA ECONÔMICA

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

"... a moeda joga papel próprio e afeta motivos e decisões e é, em resumo, um dos fatores operativos na situação, tal que o curso dos eventos não pode ser predito, seja no longo período seja no curto, sem um conhecimento do comportamento da moeda entre o primeiro e o último estado. E é isso que nós podemos dizer quando falamos de uma *economia monetária*. (CWJMK, v.13, pp.408-9 - grifos do autor)."

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

Nesta concepção keynesiana, o uso discricionário de instrumentos monetários e fiscais não é considerado um erro teórico ou uma inocuidade política. Logo, a coordenação entre políticas macroeconômicas torna-se fundamental. Quanto mais coordenados estiverem os instrumentos monetários e fiscais, mais eficiente, provavelmente, será a política econômica. Uma política econômica eficiente seria aquela que, primeiro, persegue um objetivo prioritário, segundo, cria o mínimo de utilização-contraditória entre seus instrumentos e, terceiro, emite o máximo de sinais aos agentes a fim de estimulá-los a agir - com menor incerteza em relação ao

futuro - no mesmo sentido da direção apontada/adotada pelas autoridades. Quanto mais claros são estes sinais, maior será o estímulo privado e menor será a intensidade e o tempo de utilização dos instrumentos fiscais e monetários. Eficiente não é aquela política que simplesmente alcança seu objetivo. A avaliação da eficiência de uma política econômica deve levar em consideração, também, os custos do processo de implementação e os efeitos colaterais produzidos. Objetivos ambíguos, instrumentos conflitantes e elevação da incerteza caracterizam uma política ineficiente que, possivelmente, não alcançará suas metas e/ou produzirá efeitos colaterais danosos.

Coordenação, por outro lado, não deve ser entendida como sinônimo de subordinação da política monetária à fiscal. Regras de política econômica devem ser precisas para se evitar que as autoridades monetárias sejam obrigadas a acomodar decisões fiscais que sacrifiquem objetivos monetários. A preservação da ordem monetária e fiscal deve definir limites e restrições ao uso de instrumentos monetários. (Cardim de Carvalho, 1994, p. 22). Chick constatou que, na Inglaterra por exemplo, a política monetária era *subordinada* à política fiscal. No início dos anos 1970, afirmou: "uma grande parte da política monetária dedica-se simplesmente a assegurar que a política fiscal possa, de fato, ser financiada e levada adiante. Esta visão deixa a política fiscal numa posição de força e a política monetária numa posição de auxiliar". (1973, p. 12) Chick reconheceu ainda que a inflação dos anos 1960 resultou deste tipo de atuação do *Bank of England*.

Quando os instrumentos de administração monetária estão subordinados a objetivos fiscais, a política macroeconômica também não será eficiente. A despeito do governo adotar um objetivo prioritário, a relação simbiótica monetária-fiscal emite sinais que estimulam as expectativas inflacionárias dos agentes. Nesse sentido, são sinais que fazem aumentar a incerteza em relação ao futuro e, portanto, tendem a inibir a ação dos agentes. Logo, diante do

provável desestímulo privado, o governo deverá utilizar os instrumentos de política econômica mais intensamente e por mais tempo. Neste contexto, a política não pode ser considerada eficiente simplesmente porque alcançou seu objetivo. Cabe repetir: a avaliação da eficiência de uma política econômica deve levar em consideração os custos do processo de implementação e os efeitos colaterais gerados. Neste caso, a política econômica possivelmente provocará inflação.

Policymakers e agentes econômicos interagem permanentemente com movimentos de ação-e-reação. No caso de estruturas de subordinação da política monetária à fiscal, as expectativas inflacionárias tornam-se mais elevadas em função do aprendizado de que políticas de expansão do produto são financiadas com a utilização de instrumentos que ameaçam a estabilidade de preços.³ Logo, ações governamentais que buscam a redução do desemprego sempre serão acompanhadas por reações precipitadoras e pela paralisação das atividades de investimento em função da incerteza gerada pelo cenário esperado de inflação futura. Consequentemente, tal política expansionista seria ineficiente porque, primeiro, não emite sinais que estimulam (re)ações do público no mesmo sentido da política econômica governamental, assim obrigando o uso intensivo e por um tempo mais longo dos instrumentos de política macroeconômica. E, segundo, causaria efeitos colaterais danosos à economia: a inflação.

2. CRÍTICA À TESE DA IBC

Por um lado, a independência do banco central elimina a possibilidade de qualquer subordinação, por outro, não implica necessariamente ausência de mecanismos de coordenação ou, mesmo, aplicação de políticas ineficientes. A legislação alemã, por exemplo, prevê alguns procedimentos que visam à coordenação das ações do Governo com as políticas do Bundesbank. Primeiro, representantes do Governo podem

participar das reuniões do Conselho Deliberativo do Bundesbank, sem direito a voto, mas com o poder de adiar qualquer decisão por duas semanas. Neste tempo, espera-se que um consenso seja encontrado. Segundo, o BC alemão coloca à disposição do Governo todas as informações sobre temas diretamente relacionados à condução de política monetária. Terceiro, o Governo pode convidar o presidente do Bundesbank para discussões relacionadas à condução da política monetária. Em resumo, segundo Helmut Schlesinger ex-presidente do Bundesbank: o banco central "... tenta conscientemente obter um certo grau de apoio a priori de outras autoridades de política econômica e de grupos relevantes da comunidade". (Schlesinger, 1984, p.101)

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

Em função destes e de outros acontecimentos, tem-se generalizado a crítica de que o arranjo institucional estabelecido com a constituição de um banco central independente abre a possibilidade de descoordenação entre as políticas

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

Esta argumentação de Goodhart interpreta que coordenação entre políticas é sinônimo de subordinação. Para reforçar esta noção de coordenação, faz questão de ressaltar que, no caso da Inglaterra, a crítica advém principalmente de altos funcionários do Tesouro ou de ministros - interessados por hipótese, segundo Goodhart, na predominância da política fiscal.⁶

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

do conceito de eficiência da política econômica, não cabe em modelos que assumem os fundamentos monetaristas.

Para Goodhart, o termo coordenação no que refere à relação entre as políticas fiscal e monetária resume-se a uma regra: orçamento governamental equilibrado e política monetária apenas com objetivos nominais. Esta regra, com toda certeza, pode-se afirmar não é *uma das possibilidades* de coordenação existente entre políticas macroeconômicas em um modelo com BC independente (que utiliza os fundamentos monetaristas), mas é a *única possibilidade* existente. Em nenhum modelo relevante sobre a tese da IBC existem sugestões de outras possibilidades de regras coordenação.⁷ Isto não ocorre por falta de criatividade por parte dos proponentes da tese da IBC, mas sim por impossibilidade teórica. A crença na estabilidade e na existência do equilíbrio à taxa natural de desemprego, e simultaneamente na neutralidade da moeda, impede os proponentes da tese da IBC de sugerir outra regra de coordenação diferente daquela apresentada por Goodhart.

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

noção de coordenação apresentada por seus críticos e, de outro, a tentativa de indicar um novo sentido para o termo.

Apesar da tentativa de driblar a crítica à tese da IBC baseada na possibilidade de descoordenação, em economias que possuem um BC independente, está aberta a possibilidade de ocorrer conflitos entre as políticas monetária e fiscal, tal como aconteceu na Alemanha e nos Estados Unidos. Nestes casos, a política macroeconômica tornou-se ineficiente. Em ambos os países, havia *dois* objetivos igualmente prioritários (combate à inflação e ao desemprego), foi criado um largo espaço de utilização-contraditória dos instrumentos monetários e fiscais e elevou-se drasticamente a incerteza presente na economia - ou seja, os ruídos emitidos superaram os sinais, transmitiu-se insegurança aos agentes. Por conseguinte, o leque de resultados possíveis abriu-se, as expectativas tornaram-se mais elásticas. As possibilidades de erros expectacionais (e, conseqüentemente, quebras ou falências) aumentaram. E, é um consenso na profissão que elementos exógenos (governo, banco central, etc) gerando incertezas são prejudiciais à economia. Logo, arranjos institucionais que abrem a possibilidade de implementação de políticas econômicas ineficientes deveriam ser rejeitados - e não valorizados, tal como fazem os proponentes da IBC.

SUMÁRIO E CONCLUSÕES

A crítica desenvolvida neste pequeno artigo concentrou-se na possibilidade de implementação de políticas econômicas ineficientes em arranjos institucionais em que está presente um BC independente. Foi definida, então, a noção de eficiência da política econômica. Utilizam-se três critérios para estabelecer esta noção. Uma política econômica eficiente seria aquela que, primeiro, persegue um objetivo prioritário (não necessariamente único), segundo, cria o mínimo de

utilização-contraditória entre seus instrumentos e, terceiro, emite o máximo de sinais aos agentes a fim de estimulá-los a agir - com maior segurança - na mesma direção da política governamental. Portanto, quanto mais nítidos são estes sinais, maior será o estímulo privado e menor será o volume de operações fiscais e monetárias que o governo necessitará realizar.

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

ANEXO

Objetivos, funções, Instrumentos de Administração Monetária, Estrutura e Órgãos Dirigentes do FED e do BUNDESBANK

Federal Reserve System (FED)

1- *Objetivos e Funções* - Inicialmente, os objetivos do FED eram: dar ao país meio circulante elástico, facilitar o desconto de títulos comerciais e realizar a inspeção bancária. Tais objetivos eram coerentes com o diagnóstico que levou à criação do *Federal Reserve System*. Este organismo foi

criado numa época que os fluxos monetários eram irregulares e, particularmente, a escassez de moeda e crédito dificultavam o crescimento econômico. Contudo, desde o início reconheceu-se que aqueles objetivos originais eram partes integrantes de dois alvos mais amplos: (i)- propiciar condições monetárias favoráveis ao sistema, objetivando o crescimento econômico e a redução do desemprego, e (ii)- combater a inflação ou a deflação.

Com referência aos objetivos do FED podem-se tecer breves comentários. No que diz respeito ao objetivo de combater movimentos deflacionários, ficou conhecida na história econômica a omissão do FED em relação à queda de preços no episódio da Grande Depressão. Por outro lado, a meta de combate à inflação surge como objetivo de política econômica somente na década de 1950. São eventos marcantes na luta pela estabilidade dos preços: a política monetária de elevação da taxa de desconto em 1965 e o aperto monetário promovido pela administração Volcker nos anos 1979-83. O FED, contudo, nunca abandonou seu objetivo original de prover liquidez ao sistema para facilitar o crescimento e reduzir o desemprego. O próprio Volcker, em 1984-85, promoveu uma política de elevação da liquidez e o resultado foi a expansão da economia.

Apesar do FED ter combatido a inflação durante anos, foi somente no ano de 1977 que o objetivo de manter a estabilidade dos preços apareceu na forma de lei. Segundo a legislação em vigor, a Junta de Governadores do *Federal Reserve System* é responsável por manter o crescimento dos agregados monetários e do crédito de acordo com o potencial da economia americana visando ao crescimento da produção, assim como promover o nível-máximo de emprego, preços estáveis e moderadas taxas de juros de longo termo. Então, de acordo com a legislação, o FED deve utilizar os instrumentos disponíveis com o objetivo de promover a estabilidade dos preços e alcançar o melhor desempenho macroeconômico.

São funções do FED: emitir moeda com exclusividade; atuar como banco dos bancos; gerir o sistema de compensação de cheques; exercer a supervisão e a regulação do sistema bancário; atuar como agente-fiscal do Governo processando pagamentos em nome do Tesouro Nacional.

2- *Instrumentos de Administração Monetária* - O FED tem à sua disposição três instrumentos: (i)- as reservas bancárias legais (depósitos compulsórios), (ii)- as operações de desconto e (iii)- as operações de mercado aberto. São feitas a seguir breves considerações sobre cada um destes instrumentos:

(i)- Um percentual das reservas bancárias legais é exigido tanto sobre os depósitos à vista, quanto sobre os depósitos a prazo. Existem, contudo, limites (inferior e superior) estatutários que estabelecem estes percentuais. Dentro desta margem é que opera a política deliberada pelo FED. Por exemplo, em 1960, os limites eram, no mínimo, 10 e, no máximo, 22% sobre os depósitos à vista. Naquela oportunidade, o FED fixou o percentual obrigatório de encaixe bancário em 16,5%. No mesmo ano, os limites sobre os depósitos a prazo eram 3 e 6%. O FED estabeleceu o percentual em 5%.

(ii)- O FED geralmente concede crédito a curto prazo com a finalidade de que um banco possa ajustar a posição de suas reservas em decorrência de acontecimentos tais como uma repentina retirada de depósitos ou solicitações cíclicas de crédito em montante que não possam ser atendidos com recursos próprios. Empréstimos de longo prazo do FED aos bancos somente são concedidos em situações extraordinárias, tais como dificuldades nacionais ou locais. Em condições normais, o FED não considera conveniente realizar tais operações. As operações de desconto são consideradas um privilégio dos bancos para livrá-los de possíveis dificuldades e não um direito para ser exercido em qualquer situação.

(iii)- As operações de compra e venda de títulos são deliberadas no *Federal Open Market Committee* (FOMC), um organismo do FED. As autoridades monetárias americanas utilizam freqüentemente este instrumento. As operações de *open-market* são independentes das necessidades do Tesouro. Nos Estados Unidos, não há a obrigação por parte das autoridades monetárias de adquirir títulos públicos: o FED não é obrigado a financiar o Tesouro. Somente em situações excepcionais, tais como guerras, é que o FED compulsoriamente financia o Governo.

3- *Estrutura e Órgãos Dirigentes* - O *Federal Reserve System* é composto por um conjunto de doze bancos: Federal Reserve Bank of Boston, Federal Reserve Bank of New York, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Federal Reserve Bank of Cleveland, Federal Reserve Bank of Richmond, Federal Reserve Bank of Atlanta, Federal Reserve Bank of Chicago, Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Federal Reserve Bank of Kansas City, Federal Reserve Bank of Dallas, Federal Reserve Bank of San Francisco. O FED é, de fato, um conjunto coordenado destes doze bancos.

Uma Junta de sete Governadores é responsável pelo estabelecimento das diretrizes gerais que são executadas pelos doze bancos do Sistema. Todos os Governadores são indicados pelo Presidente dos Estados Unidos e referendados pelo Senado. Um membro da Junta somente pode ser exonerado da sua função por *justa causa* - o que até hoje jamais aconteceu. A gestão de um Governador tem a duração de 14 anos; não podendo ser reeleito. Dada a escala de vencimento dos mandatos, cada Presidente somente pode indicar dois dos sete membros da Junta: um mandato vence a cada dois anos. O Presidente dos Estados Unidos indica, também, o membro da Junta que ocupará a presidência do FED. A gestão do presidente da Junta é de quatro anos e ele pode ser reconduzido ao cargo já que o seu mandato enquanto Governador é de quatorze anos.

Os membros da Junta costumam se demitir voluntariamente de suas funções antes que o prazo de 14 anos tenha expirado. Por conseguinte, surgem normalmente mais de duas vagas durante a gestão de um Presidente da República. Por exemplo, durante os três primeiros anos do mandato do Presidente Jimmy Carter surgiram quatro vagas na Junta. Quando um Governador demite-se, o Presidente indica alguém para cumprir o mandato. Contudo, o Governador demissionário torna-se elegível para um novo mandato completo de quatorze anos. Portanto, pode ocorrer de membros da Junta se alinharem com as posições do Presidente vislumbrando uma nova indicação para compor a direção do FED.

O FOMC - organismo do FED responsável pelas operações de mercado aberto - é dirigido pelos sete membros da Junta conjuntamente com cinco presidentes dos *Federal Reserve Banks*. Contudo, todos os presidentes dos doze Bancos participam das reuniões do FOMC, mas somente cinco tem direito a voto. Como o *Federal Reserve Bank of New York* têm assento permanente nas reuniões do FOMC com direito a voz e voto, os demais assentos (no caso, quatro) com direito a voto são ocupados de acordo com um sistema de revezamento pelos onze bancos restantes. O *Federal Reserve Bank of New York* é o organismo executor da política de compra ou venda de títulos desenhada pelo FOMC.

Um outro importante órgão compõe o sistema monetário americano, é o *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC). Fundada em 1933, exerce a função de fiscalizadora das instituições bancárias em razão da sua responsabilidade de seguradora dos depósitos dos correntistas.

Bundesbank

1- *Objetivos e funções* - O Bundesbank regula a quantidade de moeda em circulação e a oferta de crédito da economia, utilizando seus instrumentos de controle monetário, com o objetivo de salvaguardar o valor da moeda e possibilitar a execução dos pagamentos domésticos e externos por parte dos bancos. Também está sob a sua responsabilidade garantir a estabilidade da taxa de câmbio.

Deve-se destacar que, segundo a legislação, o Bundesbank (a não ser diante do prejuízo de seus objetivos) não deve dificultar, por meio de uma ação completamente díspar da política monetária, a realização dos objetivos de política econômica traçados pelo Governo. Aliás, tem-se observado que o Bundesbank tem, de fato, atuado ao longo da sua história em estreita associação com o Governo Federal.

São funções do Bundesbank: emitir moeda com exclusividade; atuar como gestor e ser depositário das reservas internacionais; atuar como principal banqueiro do Governo Federal e dos governos locais executando pagamentos internos e externos; manter estreita cooperação com a supervisão bancária.

2- *Instrumentos de Administração Monetária* - É vedado ao Bundesbank adquirir títulos diretamente do Governo Federal, embora possa manipulá-los no mercado secundário utilizando-os como instrumentos de política monetária. Contudo, diferentemente dos Estados Unidos, onde operações de *open-market* são um importante canal de controle monetário, na Alemanha, o Bundesbank se utiliza preferencialmente das operações de redesconto e das reservas bancárias compulsórias. Nos últimos anos, tais reservas têm sido bastante altas e têm-se transformado no principal instrumento para esterilizar os efeitos inflacionários provenientes das entradas de

capital externo - já que, por diversas vezes, o Bundesbank viu-se obrigado a comprar moeda estrangeira para manter o câmbio estável.

O Bundesbank atua, ainda, como banqueiro do Tesouro e dos governos estaduais. Contudo, é limitado pela legislação em vigor os tetos e prazos do crédito líquido concedido a estas esferas governamentais. Ao Tesouro, o teto de crédito determinado é de DM 6 bilhões, enquanto que para os governos estaduais esse limite reduz-se para DM 2,6 bilhões a título de crédito de curto prazo.

3- *Estrutura e Órgãos Dirigentes* - Com a criação do Bundesbank, em 1957, a estrutura descentralizada adotada no pós-guerra foi revista. Os Bancos Centrais Estaduais foram incorporados ao Bundesbank. Contudo, nenhum dos Bancos Estaduais tem hoje o poder de emissão de moeda, porém essas instituições podem agir como emprestadores de última instância. Contudo, esta atividade é condicionada pelas regras decididas pelo Banco Central Federal.

O Conselho do Bundesbank é o órgão diretivo superior desta instituição. É composto pela diretoria (presidente e vice-presidente do Banco Central e demais membros da diretoria - atualmente são quatro) e pelos onze presidentes dos Bancos Centrais Estaduais. É este Conselho que traça as principais linhas de conduta da política monetária, sendo suas decisões tomadas pela maioria simples dos votos. A Diretoria tem seu quadro formado pelo presidente e vice-presidente do Banco e ainda um máximo de oito membros adicionais, cabendo a ela e aos Bancos Centrais Estaduais implementar as decisões tomadas pelo Conselho. Pode-se dizer que o Conselho é o órgão que determina a política a ser seguida pelo Bundesbank, enquanto que sua diretoria e os Bancos Centrais Estaduais representam o braço administrativo e executivo da organização.

O mandato dos membros do Conselho é de no máximo oito anos; geralmente são integralmente cumpridos. O presi-

dente, o vice-presidente e os outros membros da diretoria do Banco Central são escolhidos diretamente pelo Presidente da República. A escolha dos demais membros do Conselho (os presidentes dos Bancos Centrais Estaduais) é feita por um processo de consulta estabelecido entre o Parlamento Estadual, o Governo Estadual e o Conselho do Bundesbank. Após este processo são efetivamente eleitos e empossados pelo dirigente máximo da República Federal. Nenhum membro do Conselho pode ser removido do seu cargo, exceto por vontade deste próprio órgão quando for comprovado algum caso de negligência ou incompetência.

NOTAS

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

²- Os efeitos e mecanismos de operação das políticas fiscal e monetária na teoria de Keynes são extremamente conhecidos. Para maiores detalhes sobre o assunto, ver Cardim de Carvalho (1995).

³- Numa perspectiva monetarista-ortodoxa, tal conclusão pode ser encontrada em Barro & Gordon (1995).

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

⁵- Vicarelli (1988, pp.8-9) aduziu que o embate Reagan-Volcker, quando o Tesouro implementou uma política fiscal expansionista e o FED realizou um aperto monetário, poderia ter provocado o mesmo resultado com uma política monetária menos apertada e uma política fiscal menos expansionista. Então, concluiu que conflito entre instituições (Tesouro e FED) provoca ineficiência da política econômica.

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

⁷- Embora o termo coordenação não apareça explicitamente nos modelos e artigos mais recentes e relevantes, nenhum destes trabalhos sugere

algo diferente da proposição de Goodhart. Para maiores detalhes sobre estes artigos e modelos, ver Sicsú (1996).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

- BARRO R. & GORDON, D. (1995). Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy. IN: PERSSON & TABELLINI (eds). *Fiscal and Monetary Policy - vol.1: Credibility*. Cambridge(Mass): MIT Press.
- CARDIM DE CARVALHO, F. (1994). The Independence of Central Banks: a critical assessment of the arguments. *Textos para Discussão - IEI/UFRJ*, n.318. [a ser publicado no *Journal of Post Keynesian Economics*]
- CARDIM DE CARVALHO, F. (1995). Economic Policies for Monetary Economies. *Textos para Discussão - IEI/UFRJ*, n.331.
- CHICK, V. (1973). *The Theory of Monetary Policy*. Oxford: Blackwell.
- CUKIERMAN, A. (1994). Central Bank Independence and Monetary Control, *The Economic Journal*, November: pp.1437-48.
- CUKIERMAN, A., WEBB, S., NEYAPTI, B. (1992). Measuring the Independence of Central Banks and its Effects on Policy Outcomes. *World Bank Economic Review*, vol.6, September: pp.353-98.
- EFFINGER, S., & SCHALLING, E. (1993). Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries. *Banca Nazionale del Lavoro Quaterly Review*, March.
- FRIEDMAN, M. (1968). The Role of Monetary Policy, *American Economic Review*, March: pp.1-17.
- GOODHART, C. (1994). What Should Central Banks do? Should Be Their Macroeconomic Objectives and Operations?, *The Economic Journal*, November: pp.1424-36.

- GOODHART, C. (1995). *Central Banking and Financial System*. London: Macmillan.
- HOLTFRERICH, C. (1988). Relations between Monetary Authorities and Governmental Institutions: the case of Germany from the 19th century to the present. IN: Toniolo, G.(editor). *Central Banks' Independence in Historical Perspective*. Berlin: Walter de Gruyter.
- KEYNES, J. M. *The Collected Writings of John Maynard Keynes* - em 30 volumes. London MacMillan e Cambridge: Cambridge Universty Press. Volumes são identificados por CWJMK, seguidos pelo número do volume.
- MINSKY, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.
- SCHLESINGER, H. (1984). The Role of the Central Banking in Achieving Price Stability: an international perspective. IN: *Price Stability and Public Policy: a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*.
- SICSÚ, J. (1996). A Tese da Independência do Banco Central e a Estabilidade de Preços: uma aplicação do método-Cukierman à história do FED. Texto para Discussão - Instituto de Economia da UFRJ, n. 363. [a ser publicado na revista *Estudos Econômicos*, 26(1)]
- SYLLA, R. (1988). The Autonomy of Monetary Authorities: the case of the U.S.Federal Reserve System. IN: Toniolo, G.(editor). *Central Banks' Independence in Historical Perspective*. Berlin: Walter de Gruyter.
- VICARELLI, F. (1988). Central Bank Autonomy: a Historical Perspective. IN: Toniolo, G.(editor). *Central Banks' Independence in Historical Perspective*. Berlin: Walter de Gruyter.

ÚLTIMOS TEXTOS PUBLICADOS

367. CASSIOLATO, José Eduardo, As novas políticas de competitividade: a experiência dos principais países da OCDE. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (49 pág.)
366. CASSIOLATO, José Eduardo, Innovation and dynamic of brazilian industry: the role of technology imports and local capabilities. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (77 pág.)
365. CARDOSO, Larry Carris. Teoria dos Jogos. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (41 pág.)
364. GONÇALVES, Reinaldo. The theory of international trade: back to basics. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (23 pág.)
363. SICSÚ, João. A Tese da independência do Banco Central e a estabilidade de preços: uma aplicação do método-Cukierman à história do FED. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (43 pág.)
362. PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. Comportamento dos Bancos em alta inflação: uma abordagem pós-keynesiana. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1996. (46 pág.)
361. FREIRES, Laércio do Prado. Planejamento Estratégico em Organizações Complexas: a Experiência da Indústria Petrolífera. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1996 (62 pág.)
360. FAGUNDES, Jorge. Reestruturação da Oferta dos Serviços de Telecomunicações no Plano Internacionais. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1996 (70 pág.)
359. SICSÚ, João. A URV e sua função de alinhar preços relativos. Rio de Janeiro: UFRJ/IE 1996 (36 pág.)
358. MELO, Luiz Martins de. Inovações e Finanças. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1996 (38 pág.)

357. MELO, Luiz Martins de. Sistema Nacional de Inovação (SNI)¹: Uma Proposta de Abordagem Teórica. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1996 (69 pág.)
356. BRITTO, Jorge. Reestruturação Industrial e Reformas Estruturais: uma Avaliação da Experiência Argentina. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1996 (50 pág.)
355. BRITTO, Jorge. Cooperação Inter-Industrial e Redes de Sub-Contratação: uma Análise do Modus Operandi das Relações de Parceria. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1996 (54 pág.)
354. STUART, Rogério. O retorno dos fluxos de capital privado e o desenvolvimento econômico: questões teóricas face e uma conjuntura internacional adversa. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995. (45 pág.)
353. FAGUNDES, Jorge. As telecomunicações no Brasil: uma agenda para as políticas públicas. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995. (63 pág.)
352. FIORI, José Luís. Social liberalismo: bússola quebrada de Fernando Henrique Cardoso. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995. (23 pág.)
351. FIORI, José Luís. Tulipas, moedas e reformas: Três meses do governo FHC. Inclui os textos: "Que horas são?" e "Em busca do dissenso perdido". Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995. (30 pág.)
350. HERMANN, Jennifer. Sistema de pagamentos, indogeneidade da moeda e papel do Banco Central. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI: 1995 (39 pág.)