

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

Este exemplar corresponde ao original da
tese defendida por Gentil Corazza em 22/05/95
e orientada pelo Prof. Dr. José Carlos de Souza
Braga.

CPG/IE, 22/05/95

prof. Carlos de Souza Braga.

A INTERDEPENDENCIA DOS BANCOS CENTRAIS
EM RELAÇÃO AO GOVERNO E AOS BANCOS PRIVADOS

Gentil Corazza

Tese de Doutorado em Economia
apresentada ao Instituto de Economia
da Universidade Estadual de Campinas,
sob a orientação do Professor Doutor
José Carlos de Souza Braga.

Campinas, fevereiro de 1995

000156

UNIDADE	BC
Nº ORÇAM:	
	T/unicamp
	C8li
	24971
	433/95
	01 01
	R\$ 11,00
DATA	30/06/95
Nº CPD	

CM-00071545-8

Ficha catalográfica elaborada pelo
CEDOC/IE/UNICAMP

C8li Corazza, Gentil
A interdependência dos bancos centrais em relação ao governo e aos bancos privados / Gentil Corazza.
- Campinas, SP : [s.n.], 1995.

Orientador : José Carlos de Souza Braga
Tese (Doutorado) - Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia.

1. Bancos Centrais - História. 2. *Bancos privados - História. I. Braga, José Carlos de Souza. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Ao meu pai e à memória de minha mãe,
pela vida.

Para Véra, Bruna e Bernardo,
pelo ânimo de viver.

SUMARIO

-AGRADECIMENTOS

-ABSTRACT

- INTRODUÇÃO..... 7

CAPÍTULO 1 - DA HISTÓRIA PARA A TEORIA DOS BANCOS CENTRAIS..... 17

1.1 - As razões históricas dos bancos centrais..... 19

1.1.1 - A origem do Banco da Inglaterra..... 19

1.1.2 - A origem do Banco da França..... 23

1.1.3 - A origem do Reichsbank..... 26

1.1.4 - A origem do Federal Reserve System..... 30

1.1.5 - A luta pela criação do Banco Central do Brasil.....34

1.2 - As razões teóricas dos bancos centrais.....47

1.2.1 - A interação entre o mercado e a política..... 47

1.2.2 - Dos *free banking* aos bancos centrais..... 51

1.2.3 - Das *clearinghouses* aos bancos centrais..... 61

1.2.4 - Dos bancos do governo aos banco centrais..... 66

1.3 - A natureza ambivalente dos bancos centrais..... 74

CAPÍTULO 2 - AS RELAÇÕES DOS BANCOS CENTRAIS COM OS BANCOS:

OS DILEMAS DA GARANTIA DE ÚLTIMA INSTANCIA..... 77

2.1 - A visão liberal do *lender of last resort*..... 80

2.2 - A teoria clássica de Thornton e Bagehot..... 83

2.2.1 - Thornton e o dinheiro de crédito..... 83

2.2.2 - Bagehot e a fragilidade de Lombard Street:
o ouro do mundo.....87

AGRADECIMENTOS

Desejo agradecer à Universidade Federal do Rio Grande do Sul e, especialmente, ao Departamento de Economia pela oportunidade de realizar meu curso de doutoramento. Aos meus professores da Unicamp agradeço o convívio e o aprendizado.

Agradeço ao Ferrari, ao Pedro, ao Claus, à Maria de Lourdes, ao José Carlos Miranda e à Maria Aparecida pela leitura crítica de todo ou de parte de meu trabalho. Ao Professor Ary Burguer agradeço a bibliografia e as informações sobre o Banco Central do Brasil, e à Valesca, a criteriosa revisão do texto.

Meus agradecimentos ao Luis Miranda pela infraestrutura e pelo incentivo que me ofereceu desde os primeiros momentos de meu curso. Aos amigos Jorge e Silvia, Sílvio e Dayse, Renato e Silvia agradeço o apoio moral e os bons momentos vividos em Campinas. Aos meus amigos e colegas de turma, Orlando e Albério, o coleguismo e a amizade sincera.

Meu especial agradecimento ao Professor José Carlos de Souza Braga, pela paciente orientação em tudo aquilo que foi fundamental e decisivo para os rumos desta tese.

Finalmente, minha gratidão à companheira Véra e aos meus filhos Bruna e Bernardo pelo apoio e compreensão durante os quatro anos em que estive totalmente absorvido pelos meus estudos e pela elaboração de minha tese.

ABSTRACT

This thesis inquires the central banks and the relations of them with government and private banks when the independence question comes into view. In this context, the thesis presents an institutional analysis about central banks as well as it shows the logic of historical evolution of central banks and the importance of them for regulating the financial and monetary instabilities in the capitalist economy.

The thesis is divided in five chapters: first of all, there is an introduction; in chapters two, three and four it presents the historical origins of central banks, the evolution of their functions and the relations of them with government and private banks; the last one presents the principal conclusions.

The historical analysis of central banks concludes that they are important institutions to the economic system. Why? Because they result from a process that shows the relation between the evolution of payments system and the public action. Due to this, the central banks are singular institutions: at the same time, they are part of State structure and of the private credit system.

How do the relations between the central banks and the private banks appear? The answer comes into view when an important function of central banks is analysed, that is to say, the "lender of last resort" function. The performance of this function creates a basic trade-off to the central banks: the central banks condition of "lender of last resort" conducts the private banks to a situation which they can have more risk positions. The classics denominated this trade-off as "moral hazard". By the way the "moral hazard" defines the

characteristic of the relations between central banks and private banks.

On the other hand, the ambivalence of the central banks and the relations of them with the private banks determine a specific connection between the central banks and government: the central banks can not be totally independent as well as they can not be completely dependent from government.

Finally, the idea of interdependence defines the characteristics of central banks as well as it shows the relations of them with government and private banks. Why? Because the concept of interdependence brings the contradiction and the ambivalence that are part of these relations. On the other hand, the notion of interdependence explains the variability and the evolution of central banks norms as well as it shows the permanent conflict between the legal rule of central banks and their specific actions.

- INTRODUÇÃO

O objetivo central deste trabalho é fazer um estudo sobre os bancos centrais (BCs) e suas relações com o governo e com os bancos privados a partir de uma análise sobre a questão da sua independência, nos termos em que a mesma vem sendo discutida na atualidade. A relevância dessa questão reside no fato de que ela remete para a discussão da natureza dos próprios BCs e do conjunto de relações que formam o arcabouço institucional no âmbito do qual se efetua a gestão da moeda e do crédito numa economia capitalista. Portanto analisar o que está implicado na questão da independência dos BCs é de fundamental importância para compreendermos os problemas relacionados com a gestão e a estabilidade monetárias no capitalismo de hoje.

A questão da independência tornou-se um tema recorrente na história dos BCs, com momentos de maior afirmação e outros de refluxo. Nas últimas duas décadas, porém, a intensidade de seu debate polarizou a discussão sobre as políticas de estabilização de tal forma que sua eficácia parece depender exclusivamente da independência dos BCs em relação ao governo. A questão da independência transformou-se, de fato, na bandeira ideológica do liberalismo monetário — uma espécie de questão mágica da estabilização. Para a visão crítica do monetarismo, porém, esse tema soa muito mais como uma falsa questão. Polarizado dessa forma, o debate atual tem avançado muito pouco, parecendo pobre, muito ideologizado e pouco esclarecedor das questões maiores relacionadas com o assunto. Entendemos que isso acontece porque a questão da independência vem sendo tratada sem uma perspectiva histórica e sem uma visão teórica mais abrangente sobre os próprios bancos centrais e a natureza específica de suas funções.

Esse encaminhamento da análise provoca logo uma série de questões intrigantes: que tipo de instituições são os BCs para que se lhes reivindique a independência em relação ao governo? O

que os diferencia dos demais órgãos públicos e em que medida suas peculiaridades justificam a reivindicação de sua independência? O que está implicado na questão da independência, para que a mesma seja motivo de tão acalorados debates, especialmente na atual conjuntura? Qual o sentido preciso do conceito de independência e em que medida a mesma se verifica na prática dos bancos centrais? Por que sua discussão apresenta fluxos e refluxos? Quais são as razões de seu retorno ao debate nos dias atuais?

Criados há 300 anos, os BCs vivem hoje um momento crucial de sua existência, em virtude da maior complexidade que o exercício de suas funções enfrenta no contexto das recentes transformações monetárias e financeiras pelas quais passa a economia mundial. Ao lado do fenômeno da globalização, que coloca em xeque as próprias soberanias monetárias nacionais, e do crescente poder dos bancos e das empresas de criar sempre novas formas de dinheiro, fora do alcance dos BCs, existe um fato novo, sem precedentes históricos, a lhes colocar novos desafios: trata-se da vigência de um padrão de moeda essencialmente fiduciário. O colapso do Acordo de Bretton-Woods, com o fim da conversibilidade dólar-ouro em 1971, e a introdução do regime de câmbio flutuante em 1973 significaram a ruptura do último elo que ligava a forma dinheiro a um lastro metálico. Antevendo essa tendência evolutiva do padrão monetário, Keynes¹ defendia a necessidade de uma "moeda administrada", em substituição ao padrão metálico, como a mais apropriada para o desenvolvimento da economia. Este foi, de fato, o caminho que percorremos. Vivemos, hoje, num "mundo fiduciário", ou num "*fiat world*", para usar a expressão de Friedman².

¹ No *Indian Currency*, Keynes afirma não estar longe o tempo em que a Europa, após ter aperfeiçoado seu mecanismo de trocas, na base do padrão-ouro, "(...) julgará possível regular seu padrão de valor em bases mais racionais e estáveis". (Apud: Bigg, 1990: 110). De Cecco (1984: 16) afirma que o *Tract on Monetary Reform* foi também "(...) uma tentativa de mostrar que a ordem é possível, mesmo sem o ouro."

² Ver Friedman (1986).

Não deixa de ser sintomático que o surgimento desse sistema essencialmente fiduciário tenha sido marcado por uma crescente instabilidade monetária e financeira, evidenciada no amplo processo inflacionário e nas crises de inúmeros bancos, nos anos 70 e 80. Esses problemas, por um lado, realçaram o papel dos BCs no controle da moeda e dos bancos, mas, por outro, evidenciaram também os crescentes obstáculos por eles enfrentados no desempenho de suas funções.

Foi nesse contexto que voltou ao debate a questão da independência dos BCs, como proposta destinada a fortalecer sua posição institucional no enfrentamento dos novos desafios. Parece indiscutível que a idéia da independência se populariza e ganha força nos meios acadêmicos e políticos e tende a se materializar nos estatutos de grande número de BCs, como, aliás, já aconteceu em outros períodos históricos. No Brasil, a discussão do tema também ecoa com muita intensidade. As propostas de independência do Banco Central do Brasil estão na ordem do dia.

Qual o fundamento dessas propostas e quais os termos de seu debate na atualidade? Numa primeira análise, os argumentos favoráveis ou contrários à independência parecem não se fundamentar tanto em paradigmas teóricos, mas em posições de natureza política e institucional. Isso se verifica no fato de que o mesmo paradigma, monetarista ou keynesiano, fundamenta posições sobre a independência diametralmente opostas. As razões dessas divergências, portanto, não devem ser buscadas apenas nas teorias econômicas e monetárias de cada autor, mas também nas suas visões diferentes sobre o papel dos bancos centrais na gestão da moeda e do crédito e em relação às crises financeiras.

Enquanto autores monetaristas acentuam que a função dos BCs é o controle da oferta de moeda e que a regra monetária automática ou a independência constitui a forma mais eficiente

desse controle, para autores críticos da visão monetarista, ligados a outras vertentes teóricas, o papel fundamental dos BCs não consiste no controle estrito da oferta de moeda, mas em garantir a liquidez de última instância ao sistema financeiro, sendo que o desempenho desta função torna mais problemático e complexo qualquer objetivo de controle quantitativo dos agregados monetários.

O principal questionamento do monetarismo em relação aos BCs está relacionado com o "poder discricionário" sobre o dinheiro que os BCs foram adquirindo à medida que as regras do padrão metálico deixaram de funcionar. Esse poder de arbítrio sobre a emissão de moeda não conheceria limites no atual padrão fiduciário de moeda-papel inconvertível. Para contornar esse poder discricionário, três soluções foram apresentadas historicamente e continuam sendo discutidas ainda hoje pelo liberalismo monetário.

A mais radical delas consiste na abolição do próprio sistema de BCs e sua substituição pelo sistema de bancos livres (*free banking system*). Os defensores dessa proposta, na atualidade, retomam o debate histórico dos séculos XVIII e XIX e sugerem que a onda atual de liberalização financeira deve desembocar efetivamente na abolição do sistema de bancos centrais e na implantação do sistema de livre organização bancária e de moedas privadas concorrenciais.

Se, por um lado, essa perspectiva poderia parecer apenas uma miragem, sem qualquer viabilidade prática, por outro, não deve ser esquecido que a liberdade de ação experimentada pela finança privada, doméstica e internacional, fugindo ao controle dos BCs nacionais, constitui, de fato, uma espécie de sistema de *free banking*.

Entretanto outros autores liberais, mesmo não encontrando razões teóricas que justifiquem a existência dos BCs, não

acreditam na possibilidade de sua extinção e propõem duas novas alternativas para neutralizar seu poder discricionário: a primeira consiste na imposição de "regras" de conduta ou de uma verdadeira "constituição monetária", para guiar o comportamento dos BCs, e a segunda, torná-los independentes do governo para que possam garantir uma oferta de moeda "neutra" em relação ao funcionamento "natural" da economia de mercado. Na sua essência, a proposta monetarista de independência defende que os BCs devem ter o poder legal para defender o objetivo da estabilidade da moeda, mesmo contra a vontade do governo. Para que possam sustentar sua independência, esse objetivo deve estar explícito em seus estatutos e seus dirigentes devem ter um mandato fixo, de forma a não poderem ser demitidos pelo Poder Executivo. Existem, porém, autores representativos do pensamento monetarista, como Friedman e Johnson, que são radicalmente contrários à idéia de independência dos bancos centrais, pois ela representaria não a limitação, mas a potenciação máxima do seu poder discricionário.

O pensamento crítico do monetarismo, por sua vez, questiona tanto a possibilidade de funcionamento de um sistema de bancos livres com moedas privadas e sem a regulação pública de um banco central como o recurso da regra monetária automática e a proposta monetarista da independência. Em relação à regra de política monetária, parece haver mais consenso em considerar que a mesma não elimina o arbítrio do comportamento dos BCs, pois ele é inerente à gestão da moeda fiduciária. Seria, portanto, inútil substituir as regras automáticas do padrão-ouro por regras legais para regular a emissão de moeda num padrão essencialmente fiduciário.

Em relação à questão da independência, porém, tal como no monetarismo, o pensamento crítico apresenta divergências. Dentre esses autores, há os que simplesmente rejeitam qualquer sentido à independência e os que a defendem, mas com argumentos não monetaristas. Autores como Goodhart e Aglietta, embora critiquem os pressupostos e os objetivos da idéia monetarista de

independência, aceitam seu discurso e procuram redefinir seu conceito e seu sentido. Por sua vez a posição mais radical do pensamento crítico, paradoxalmente aproxima-se muito da posição também radical de Friedman e Johnson. Além de criticar os fundamentos teóricos da independência, a crítica radical apresenta razões de ordem política e de política econômica, ou seja, considera que, sendo órgãos subordinados ao Poder Executivo, não podem ser legalmente independentes, pois isso equivaleria a criar um poder paralelo ilegítimo. Por outro lado, os críticos radicais alertam para o risco de que a independência dos BCs venha a significar, na prática, colocar sob seu comando toda a política econômica, prerrogativa esta que pertence legitimamente ao governo. Para os autores menos radicais, porém, esses argumentos, apesar de válidos, não invalidam a idéia de independência.

Como avaliar essas diferentes posições sobre os bancos centrais e especialmente sobre a questão da independência? É concebível a existência de uma instituição governamental independente do próprio governo? Mas, ao contrário, se os BCs foram criados justamente para impor limites ao poder de emissão de moeda do governo, como poderiam desempenhar esse papel sendo-lhe completamente subordinados? Sua existência não perderia todo sentido? Por outro lado, mesmo que se admita que a independência fazia sentido numa época em que o dinheiro do BC era a principal forma de dinheiro e o controle monetário estrito era possível, que sentido teria ela hoje, quando o dinheiro de crédito dos bancos se tornou dominante e, além das pressões governamentais, aquelas oriundas do sistema financeiro tornaram fortemente endógena a emissão monetária por parte dos BCs? Mais ainda, que sentido faz a independência dos BCs, se a política monetária independente se tornou uma ficção, face à interdependência das políticas no contexto da internacionalização da economia e da globalização financeira? Finalmente, se a independência dos BCs não tem sentido, por que ela se tornou uma questão recorrente ao longo da história dessas instituições? Como explicar a tendência atual de sua inclusão na maioria dos estatutos dos BCs?

Analisar essas questões, os termos de seu debate na atualidade e suas implicações para o desempenho do papel dos BCs constitui o objetivo principal de nossa investigação. Note-se a especificidade de nosso propósito neste trabalho. Não pretendemos analisar as políticas dos BCs ou o uso de seus instrumentos de ação. Interessa-nos analisar a natureza peculiar dos BCs, enquanto instituições, e, especialmente, o caráter de suas relações com o governo e com os bancos privados. Para alcançar esse objetivo faz-se necessário explicitar nossa própria visão teórica sobre os BCs e nossa posição sobre a questão da independência.

Uma primeira avaliação dos termos do debate atual sobre a questão da independência sugere haver uma visão incompleta dos BCs, que não permite entender todos os aspectos nela envolvidos. Em primeiro lugar, a visão monetarista não enfatiza o papel do sistema financeiro no processo de criação monetária. Nossa crítica a essa visão pretende mostrar que as relações entre os BCs e o governo não podem ser entendidas sem uma análise das relações dos BCs com o sistema financeiro. Em segundo lugar, os autores críticos da proposta monetarista também apresentam uma visão parcial da natureza dos BCs, que não corresponde nem ao que dispõe a maioria de seus estatutos nem ao que eles de fato são. A pergunta que deve ser respondida é sobre o papel específico dos BCs na condução da política monetária. As relações dos BCs com o governo e com os bancos privados não podem ser colocadas em termos de independência ou de dependência, pois essa dicotomia é incapaz de traduzir a complexidade que caracteriza os bancos centrais e a natureza de suas funções. Como entender as relações dos BCs com o governo sem analisar suas relações com o sistema financeiro, se tanto umas quanto outras formam um conjunto articulado e interdependente de relações, cuja compreensão exige uma teoria dos bancos centrais e uma visão mais abrangente do significado da gestão monetária na atual fase de desenvolvimento do capitalismo e de seu padrão monetário?

É dessa forma que a questão da independência postula uma discussão sobre a natureza dos próprios bancos centrais e da gestão monetária. A pergunta sobre o sentido da independência remete, então, para o estudo sobre a natureza dos bancos centrais e de suas relações com os bancos privados. Apesar de sua longa história, é forçoso reconhecer que pouco conhecemos, ainda hoje, sobre sua natureza e a racionalidade do seu comportamento. Sua evolução institucional certamente ainda não terminou. Não há, ainda, uma teoria e uma doutrina consolidadas sobre eles. Até recentemente, poucos livros ostentavam como título a expressão "banco central". O que são os bancos centrais, então, e o que significa desempenhar suas funções na atualidade? Mais ainda, se sua função principal é ser banco dos bancos, como afirmam seus principais teóricos, de que forma o desempenho desse papel afeta suas relações com o governo?

Essas perguntas permitem situar os BCs, a questão da sua independência e o problema da gestão monetária numa perspectiva mais ampla e mais complexa, que leva em conta não apenas o papel do governo, mas também o papel do sistema financeiro no processo de criação e de gestão monetárias. Um estudo do papel dos BCs relativo ao controle monetário, de um lado, e ao sistema financeiro, de outro, revela sua natureza específica e ambivalente, que resulta de sua evolução histórica, mas que constitui uma condição fundamental para a gestão da moeda e do crédito. Só essa visão histórica permite entender a interdependência dos bancos centrais e de suas funções, ou seja, que sua relação com o governo e o controle monetário não se explicam de forma independente de suas relações com os bancos privados e de sua função de garantia última do sistema de crédito.

A tese que procuramos defender não é a da independência, nem a da dependência, mas a da interdependência dos bancos

centrais. Nossa hipótese é que sua ambivalência institucional traduz um conflito histórico pelo poder monetário entre o Estado e os bancos privados, o qual se manifesta permanentemente na forma de suas relações com cada um desses dois pólos entre os quais se situam. Se há períodos em que eles são mais dependentes e outros em que são mais independentes, isso reflete a preponderância momentânea de interesses específicos e das forças econômicas e políticas que os representam. O formato institucional dos bancos centrais é também o palco onde se trava a luta pela gestão e pela posse da riqueza na sua forma monetária.

É nessa perspectiva teórica e a partir de um estudo histórico que buscamos entender a questão institucional da independência dos BCs e seu significado para a gestão da moeda e do crédito na atualidade.

A estrutura de nosso trabalho é a que segue.

No Capítulo 1, procuramos explicitar as razões históricas e teóricas do surgimento dos BCs. Delineamos o processo de sua gênese e defendemos que os BCs não foram criados pelo Estado nem pelo mercado, mas são o produto da interação entre o processo evolutivo dos meios de pagamento e as intervenções públicas que se fizeram necessárias. Os BCs são instituições necessárias e específicas, de natureza complexa e ambivalente, caracterizadas por uma dupla inserção, na estrutura estatal e no sistema privado de crédito.

No Capítulo 2, discutimos as relações entre os bancos centrais e o sistema financeiro, através do estudo do seu papel histórico de emprestador de última instância, procurando ver as suas implicações para a análise da questão da independência.

Percorremos a evolução da teoria do prestador de última instância, desde Thornton e Bagehot, nos séculos XVIII e XIX, até sua versão atual baseada nos estudos de Minsky. Os dilemas colocados por essa função básica dos BCs definem o caráter de suas relações com os bancos e também redimensionam suas relações com o governo.

No Capítulo 3, analisamos as relações dos BCs com o governo, através do debate atual sobre a questão da independência, com o objetivo de explicitar as diferentes visões sobre os BCs e a natureza de suas funções. Fazemos, primeiro, um estudo histórico da questão e, depois, uma avaliação das posições teóricas, procurando mostrar que as posições extremas são inapropriadas para analisar as peculiaridades de nosso objeto de estudo.

Na Conclusão, procuramos resgatar as principais questões discutidas ao longo do trabalho, com o propósito de expor nossa visão teórica sobre os bancos centrais e nossa posição crítica sobre a questão da independência. Sugerimos que o conceito de interdependência permite compreender com mais propriedade todos os aspectos envolvidos no tema de nossa pesquisa.

CAPÍTULO 1 - DA HISTÓRIA PARA A TEORIA DOS BANCOS CENTRAIS

"A última metamorfose dos bancos centrais tem pouco a ver com suas origens".

Timberlake

"A teoria dos bancos centrais ainda está por ser elaborada".

Vicarelli

O primeiro banco central (BC), o Banco da Inglaterra, foi criado em 1694, e seu desenvolvimento tornou-se o modelo para os demais países. O Banco da França foi criado em 1800, o da Alemanha, em 1875, o do Japão, em 1882, o da Itália, em 1893, e o dos Estados Unidos, em 1913. Na década de 20, a Conferência de Bruxelas incentivou a criação de BCs em todos os países. Entre 1929 e 1952, foram criados 48 BCs, dentre os quais a maioria dos BCs latinoamericanos. Na década de 60, quase todos os países do mundo possuíam seu BC. Nosso país era uma das raras exceções até 1964, quando foi criado o Banco Central do Brasil.

Neste capítulo, analisamos a formação histórica dos BCs e a evolução de suas funções básicas. Iniciamos com a história dos primeiros e mais importantes BCs, para mostrar algumas particularidades nacionais dessa evolução, mas nosso objetivo maior é compreender a lógica do processo geral que deu origem aos BCs. Como veremos, o seu eixo acompanha a metamorfose pela qual os bancos criados pelo governo se transformaram em banco dos bancos, ou seja, em BCs. Foi também através desse processo evolutivo que se construiu a teoria dos BCs e que se definiu o caráter de suas relações com o governo e com os bancos privados, pois, além de mostrar a razão histórica de sua

existência, o mesmo revela traços essenciais da sua natureza. Explicitar essas peculiaridades dos BCs revela-se de fundamental importância para que se possa entender a lógica, as contradições e conflitos que permeiam suas ações.

Nessa perspectiva, a análise do Banco Central do Brasil é pertinente para ilustrar as especificidades desse processo no caso de um capitalismo tardio e periférico. Isto porque as características dos regimes monetário, fiscal e cambial, diferentes daquelas existentes nos capitalismos avançados, determinam condições particulares do cenário em que se trava a disputa político - institucional pela criação de um banco central. Uma coisa seria a criação de tal banco em países com moedas conversíveis internacionalmente e com amplas bases financeiras privadas; outra é procurar criá-lo numa economia dependente dos fluxos internacionais de capital e cuja base financeira doméstica funda-se a partir do Estado, com recursos fiscais e para-fiscais, e pela presença de bancos públicos no fomento ao desenvolvimento. Nesse sentido, o papel cumprido pelo Banco do Brasil é peça central para entender o adiamento sucessivo da criação do nosso Banco Central. Por isso, as perguntas que se enunciam a seguir devem ser adaptadas às especificidades do caso brasileiro.

Qual a razão histórica e qual a razão teórica da existência dos BCs? São eles o resultado evolutivo das práticas do mercado ou criações arbitrárias do Estado? Por que organismos coletivos de caráter privado, como as *clearinghouses*, foram insuficientes para regular o sistema bancário, tornando-se necessária uma instituição de caráter público, como os BCs? Que fatores impulsionaram a centralização do sistema bancário e sua hierarquização em torno de BCs? Por que o sistema de bancos livres e de moedas privadas não se sustenta sem um banco e uma moeda centrais? É a partir do estudo dessas questões sobre a

história e a teoria dos BCs, que procuraremos discutir a questão da sua independência.

1.1 - As razões históricas dos bancos centrais

1.1.1 - A origem do Banco da Inglaterra

O Banco da Inglaterra (BI) foi o primeiro banco a desempenhar as funções hoje atribuídas a um banco central. Criado em 1694, por Carta Real, ele era, no início, um simples banco comercial, que mantinha relações especiais com o Governo: a obrigação de financiar o Tesouro Real e o privilégio da emissão. O monopólio da emissão só lhe foi concedido, porém, em 1844, cento e cinquenta anos depois de sua criação.

Há controvérsias sobre as razões históricas da fundação do BI. Enquanto Vera Smith (1936) acentua que ele foi criado por motivos políticos, para socorrer as combalidas finanças reais, Andréadès (1966: 45) aponta as necessidades comerciais relativas a menores taxas de juros e a emissão regular de papel-moeda, sem negar, contudo, as carências das finanças do soberano. No entanto a literatura costuma acentuar que o motivo principal da criação do BI foi a premência de recursos para o Tesouro Real, cujo crédito junto aos bancos havia sido arruinado, devido à inadimplência de Carlos II. Dessa forma, Guilherme III e o financista Patterson fundaram a instituição denominada Governor and Company of the Bank of England em 1694. Sua característica principal, até assumir funções de BC, foi a de ser um banco governamental e um banco comercial privilegiado¹.

¹ "A história inicial do Banco foi uma série de trocas de favores entre um Governo necessitado e uma instituição acomodadora." (Smith, 1936: 12).

A posição de Smith é muito clara: a criação do BI foi uma intervenção arbitrária do Governo no sistema bancário, não por razões econômicas, mas por motivos políticos, que impediu o desenvolvimento competitivo dos pequenos bancos privados:

"O resultado da acumulação de uma série de privilégios foi dar ao Banco da Inglaterra uma posição de prestígio e influência no mundo financeiro, bem como provocar dificuldades aos pequenos bancos privados em continuar competindo nas mesmas linhas de negócios e, em Londres, a maioria das emissões privadas de notas havia sido abandonada por volta de 1780. Um outro efeito foi que os bancos pequenos começaram a adotar a prática de depositar suas reservas no Banco da Inglaterra, o qual começou, assim, a adquirir as características de um banco central." (Smith, 1936: 14).

O período 1797-819, em que foi suspensa a conversibilidade libra-ouro, é importante para caracterizar tanto a força do Governo sobre o BI como a influência deste sobre o sistema bancário. Os excessivos empréstimos ao Governo debilitaram a posição do Banco, a ponto de o Parlamento ter de suspender o pagamento em espécie às notas por ele emitidas, impedindo a falência do mesmo. Embora as notas do Banco tivessem, já em períodos anteriores, o caráter de moeda legal, isto só foi oficialmente reconhecido em 1812. Este fato fez com que os bancos distantes de Londres comesçassem a conservá-las, como reserva, para lastrear suas emissões. Datam também desta época as primeiras discussões sobre atividades bancárias e sobre moeda.²

O retorno à conversibilidade da libra, em 1819, reforçou ainda mais a posição do BI como uma instituição reguladora da moeda e do crédito e como prestador de última instância

² É o caso da controvérsia entre Bulionistas e Antibulionistas e depois o debate entre a Currency School e a Banking School. Para um estudo dessas controvérsias ver os textos de Mollo (1994), Schwartz (1990) e Wray (1990).

(*lender of last resort* - LLR) do sistema bancário do país, função esta decorrente do fato de os demais bancos conservarem, como reserva, as notas do mesmo.

A crise de 1825, que levou muitos bancos à falência, reforçou o movimento em favor dos bancos por ações, por serem considerados mais fortes e estáveis que os pequenos bancos de, no máximo, seis sócios, permitidos por lei. A razão principal pela qual a lei proibia que bancos por ações fossem bancos emissores era a responsabilidade limitada que caracterizava essas instituições. O sucesso desta campanha marcou uma nova fase, de crescente liberalismo nas atividades bancárias inglesas. O Ato Bancário de 1826 permitia a criação de bancos por ações num raio de 65 milhas de Londres e, ao Banco da Inglaterra, o estabelecimento de filiais.

Por essa época, também ficou claro que o negócio bancário não consistia só de emissões, nem que estas fossem a principal atividade dos mesmos, ou seja, tomam corpo os bancos de depósito e se acelera o desenvolvimento do sistema de crédito. O movimento pela liberdade de emissão transformou-se em luta pelo direito de estabelecer bancos de depósito, e o estatuto do Banco não incluía o monopólio da emissão.

O Ato Bancário de 1833 autorizava o estabelecimento de bancos de emissão em Londres e transformava as notas do Banco acima de cinco libras em moeda legal. Como resultado, reforçou-se a tendência de concentrar as reservas metálicas em um único sistema de reserva, nas mãos do Banco da Inglaterra.³ Esse fator

³ Foi a partir dessa concentração de reservas que os demais bancos do interior passaram a esperar ajuda nas crises e que o Banco começou a exercer a função de *lender of last resort*.

foi decisivo para que ele assumisse a função de LLR e, como tal, se transformasse em banco central. A conclusão dessa metamorfose, no entanto, terá ainda um longo e difícil caminho pela frente.

Nos debates da época, ficou evidenciado que o Banco tinha não só o poder, mas também o dever, de controlar os outros bancos, posição que seus diretores rejeitavam, pois o consideravam apenas um banco público e um banco comercial e não um banco central.⁴

Smith lembra ainda que, na Inglaterra, a controvérsia entre a Currency School e a Banking School obscureceu os argumentos dos defensores da Free Banking School. O Ato Bancário de 1844, que assegurou tanto a vitória da Currency School como o sistema de banco central, reafirmou o papel dominante do BI, que passou a deter o monopólio final da emissão de notas. A função de LLR do Banco, já assegurada por suas ações nas crises anteriores, tornou-se mais difícil de ser exercida, devido ao limite de emissão imposto pelo Ato de 1844, de modo que este se tornou letra morta nas crises de 1847, 1857 e 1866, onde o Banco voltou a desempenhar sua função maior de LLR. Os diretores do Banco relutaram em aceitar que ele assumisse funções de LLR, pois isto conflitava com sua natureza de banco comercial.⁵ Ao transformar-se em banco central, o BI não deixou, contudo, de desempenhar as funções de banco do Governo, mas apenas as de banco comercial.

Dessa breve história sobre o Banco da Inglaterra, destacamos um aspecto fundamental para o argumento defendido

⁴ "A maior parte das discussões, depois desse período, centrou-se em torno dos problemas da política do banco central e da efetividade do controle que ele dispunha sobre a circulação total e a necessidade, ou não, de limitar a emissão de notas, a uma posição predeterminada." (Smith, 1936: 21).

⁵ Ver, no Capítulo 2, a luta de Bagehot, para que o Banco da Inglaterra assumisse funções de banco central.

neste capítulo: o BI não nasceu como banco central, mas como banco comercial e banco do Governo. O próprio relato de Vera Smith, que ironicamente defende ponto de vista contrário, não deixa dúvidas a esse respeito. Como vimos, houve, ao longo da história do BI, uma permanente relutância do Banco em assumir funções de regulação ou de apoio em relação aos demais bancos. Foi através de um longo processo evolutivo permeado de conflitos e através da experiência prática que ele passou a assumir progressivamente essas funções de banco central. Vale lembrarmos que a batalha final pela sua transformação em banco central se deu por volta de 1873, quase dois séculos depois de sua criação. No processo de transformação do Banco da Inglaterra em banco central, foram decisivos os argumentos de Thornton e de Bagehot, como veremos no Capítulo 2 de nosso trabalho.

1.1.2 - A origem do Banco da França

O Banco da França (BF) foi fundado por Napoleão Bonaparte em 1800, quase um século depois da criação do Banque Generale por John Law, em 1716. O fracasso dessa primeira experiência de um banco de emissão, na França, teve repercussões negativas tais sobre o desenvolvimento do sistema bancário francês que a palavra "banco" não mais foi usada até o final daquele século. Nenhum outro banco de emissão foi criado até 1776, quando Turgot fundou a Caisse d'Escompte, para atender às finanças estatais. No final do século, alguns bancos privados se aventuraram nos negócios de emissão, mas foram logo absorvidos pelo BF.

Salvo alguns poucos e fortes bancos privados em Paris, como a Casa dos Rothschild, o sistema bancário francês era pouco desenvolvido e muito fragmentado entre bancos pequenos e fracos. Não havia casa de compensação, em Paris, até 1872 e, fora daí, até 1910; dessa forma, quase todos os negócios bancários eram feitos pelo BF, ou através dele. Apesar da hostilidade do BF

surgiram alguns bancos departamentais de emissão na década de 30 do século passado, mas todos sucumbiram ao pânico de 1848 e foram absorvidos posteriormente pelo BF, que assumiu, assim, nesse ano, o monopólio definitivo da emissão.

Os motivos imediatos da criação do BF foram semelhantes aos que estiveram na origem do Banco da Inglaterra. No entanto, embora o BF tivesse sido fundado por iniciativa governamental, ele não era propriedade do Estado. Seu capital pertencia a acionistas privados, aí incluídos os Bonaparte e seus partidários. Sua direção era inicialmente privada, mas dificuldades de relacionamento com o Governo motivaram uma intervenção de Napoleão, que passou a nomear seu Governador. Dessa forma, o BF, mesmo sendo constituído por capitais privados, foi transformado num verdadeiro banco estatal.

Embora o controle passasse a ser feito por funcionários estatais, os lucros continuavam a ser distribuídos entre seus acionistas. Essa forma mista de organização do BF, estabelecida por Napoleão em 1806, foi eficaz e duradoura, pois ajudou a manter a confiança do público, o interesse dos acionistas e a sobrevivência do Banco da França durante as crises do século XIX. Seu caráter privado foi-lhe decisivo para não ser apropriado, como espólio, na derrota da França para a Alemanha, na Guerra de 1870. Porém, apesar de seu caráter privado, Goodhart nota que "(...) a direção do Banco por administradores indicados pelo chefe de Estado implicava que o mesmo objetivasse o interesse público, em vez da maximização do lucro privado" (Goodhart, 1985: 102).

Por outro lado, a estrutura organizacional e gerencial de banco privado, mas com objetivo estatal, foi motivo de um continuado conflito interno, em virtude do qual o BF não atendia a contento nem às necessidades do Tesouro nem às do sistema

financeiro incipiente. Em Paris, era o único banco emissor e, nas províncias, não permitia a organização de outros bancos emissores, nem procurava criar agências, para facilitar o funcionamento dos meios de pagamento. Em relação aos bancos privados, sua postura era mais de concorrência e de hostilidade que de cooperação, fato que retardou o desenvolvimento de suas funções de BC. Por exemplo, não prestou ajuda ao Caisse Generale du Commerce et de l'Industrie em 1847 nem ao Credit Mobilier, dos Irmãos Pereire, motivo pelo qual o mesmo foi levado à falência em 1867.

Durante a primeira metade do século XIX, a função de BC mais desenvolvida pelo BF foi a política de assegurar uma estável taxa de juros. Afirma-se que este foi um dos objetivos de Napoleão, ao criar o próprio Banco, em 1800. Ela, de fato, permaneceu estável, por mais de 30 anos, até 1848. No terço final do século, o BF passou a melhor desempenhar sua função de BC em relação aos bancos privados. Seguindo o exemplo inglês, muitos bancos de depósito foram fundados na França, no final da década de 50 e início dos anos 60 do século passado, como foi o caso da Societé Générale e do Credit Lyonnais, em relação aos quais o BF passou a ser menos competitivo e mais complementar, inclusive lhes oferecendo apoio em tempos de crise. Devemos notar, contudo, que o fim das hostilidades e o início da cooperação se deu em relação a um novo tipo de banco, o banco de depósito e não em relação aos antigos bancos de emissão, pois o conflito maior, entre bancos centrais e bancos privados, se travava em torno do direito de emissão.

O primeiro exemplo de intervenção direta do BF como LLR, deu-se em janeiro de 1882, ocasião em que prestou ajuda não a bancos individuais, mas às Bolsas de Valores de Paris e Lyon. Na sua segunda intervenção, em fevereiro do mesmo ano, socorreu diversos bancos afetados pela falência do banco Union Générale; interveio novamente, em 1889, para socorrer o Comptoir d'Escompte e, em 1891, em auxílio do Societé des Depots et Comptes Courants. A partir desse período e desse novo

comportamento do BF, o sistema bancário francês entrou em nova fase de desenvolvimento e estabilidade.⁶

Após a Guerra Franco-Prussiana, a economia francesa reergueu-se e o BF fortaleceu-se enormemente, a ponto de continuar mantendo estável a taxa de juros e acumulando reservas de ouro, com as quais pôde fazer empréstimo de emergência ao próprio Banco da Inglaterra, em 1906, e mesmo contribuir para aliviar crises financeiras no Exterior.

A história e o caminho percorrido pelo BF, no sentido de assumir funções de BC, não diferem, em substância, do que ocorreu com o BI. Ambos foram criados como bancos comerciais e bancos do Governo, por iniciativa governamental. No entanto foi através de suas práticas e de suas relações com o sistema bancário, no contexto e na perspectiva inerente à dinâmica de uma economia crescentemente monetária, que os mesmos foram assumindo funções de BCs. A diferença mais importante entre os dois foi a direção estatal, no caso do Banco da França, e a direção privada, no caso do Banco da Inglaterra.

1.1.3 - A origem do Reichsbank

O Reichsbank (RB) foi criado, como um verdadeiro banco central, em 1875, com a finalidade primordial de realizar a unificação monetária na Alemanha. Como resultado do Congresso de Viena, em 1815, restaram, no território alemão, nada menos que 35 principados e quatro cidades livres, desfrutando de completa soberania para regular suas alfândegas, pesos e medidas,

⁶ A propósito, comenta Goodhart: "Assim, antes que o Banco da Inglaterra demonstrasse, na crise de Baring, que ele tinha assumido a microfunção de providenciar o apoio de prestador de última instância às instituições financeiras, em dificuldades, o Banco da França já tinha aberto o caminho. O problema do 'risco moral' era reconhecido desde cedo" (Goodhart, 1985: 108).

cunhagem de moeda e respectivos sistemas monetários. Mais de 140 tipos e denominações de papel-moeda circulavam ali, em 1873, o que implicava altos custos de transação. Esta caótica realidade monetária já havia levado Friedrich List a sugerir a idéia de um banco central de emissão em 1845. No entanto o banco central e a união monetária só viriam com a unificação política da Alemanha.

O primeiro banco de emissão foi o Banco Royal de Berlim, um banco estatal, criado por Frederico, o Grande, em 1765. Como não havia restrições ao estabelecimento de bancos de emissão, o Banco Royal teve de compartilhar com outros esse direito. A relativa liberdade, porém, acabou em 1833, quando a emissão de notas se tornou monopólio do Banco Royal e ficou dependente de aprovação governamental. A política restritiva abrangia muitos Estados alemães, e o monopólio era concedido a um banco estatal, pois julgava-se que a concorrência na emissão seria perniciosa para a economia do país.

Porém, como o Banco Royal não conseguia fornecer a liquidez necessária para fazer face à maior demanda associada ao forte desenvolvimento industrial, a pressão em favor de novos bancos de emissão acentuou-se, mas o Governo de Guilherme IV, em vez de permitir o estabelecimento de novos bancos de emissão, optou por transformar o Banco Royal de Berlim no Banco da Prússia, em 1847, através de "uma combinação de capitais privados e administração governamental" (Holtfrerich, 1989: 227). A lei que lhe concedia os direitos de emissão também os limitava, de duas formas: um limite máximo de emissão e a necessidade de manter reservas, na proporção de um terço do montante em circulação.

Após a Revolução de 1848, o Governo da Prússia e de outros Estados alemães atenderam a algumas das demandas dos círculos industriais e financeiros para abolir as restrições à emissão bancária. Desenvolveu-se, então, um movimento em favor da livre

atividade bancária. Enquanto a Prússia e outros Estados maiores relutavam em atender as demandas de liberalização, nos Estados menores foram fundados bancos de emissão e suas notas passaram a circular inclusive no interior da Prússia. Muitos quebraram, em consequência da crise de 1857, "(...) fato que desacreditou o movimento pelo *free banking system* e reforçou a idéia de um banco central de emissão de notas, especialmente no momento em que o Banco da Prússia enfrentou a crise ileso" (Holtfrerich, 1989: 227).

A crise de 1857 marcou uma mudança de orientação, e o Banco da Prússia passou a assumir funções de BC, emprestando livremente aos bancos e firmas com problemas de liquidez. O Governo da Prússia reagiu às notas de fora, estabelecendo a obrigatoriedade dos pagamentos em moeda prussiana. O pouco entusiasmo do debate sobre liberdade bancária no Parlamento reforçou a tendência no sentido de maior centralização. A crise de 1866 deu mais impulso nessa direção, pois reforçou a idéia de que bancos maiores teriam mais condições para enfrentar as dificuldades.

A formação do Reich, em 1871, deu o impulso final para a unificação monetária e para a criação de um banco central, fato que se realizou quatro anos mais tarde, em 1875, através da transformação do Banco da Prússia no Reichsbank. O mesmo ato que criou o RB assegurava a continuidade dos direitos de emissão aos 33 bancos privados remanescentes em todo o Reich, mas proibia a criação de qualquer novo banco de emissão, tal como estabelecia o Ato inglês, de 1844.

Como lembra Smith (1936: 70), o próprio ato de sua criação "(...) assegurou ao Reichsbank a posição de um moderno banco central" Goodhart (1985: 91), por sua vez, ressalta que "(...) o propósito fundamental da fundação do banco central foi unificar e organizar a emissão de notas." O segundo objetivo foi melhorar a organização do precário sistema de compensação e

pagamentos em todo o país, pois, antes da criação do RB, não havia sistema de compensação na Alemanha. A primeira casa de compensação só foi criada em 1883. O RB também estabeleceu filiais nos principais centros do país, favorecendo o desenvolvimento do sistema de cheques e de pagamentos.⁷

O capital do RB era quase todo privado, e os acionistas participaram da sua administração, mas sua participação nos lucros era limitada por lei. Apesar dessa participação privada no capital e na administração do Banco, seu caráter público ficou claro desde o início, pois seu objetivo não era o lucro, mas o bom funcionamento do sistema de pagamentos.

O Reichsbank assumiu desde cedo suas funções de suporte ao sistema financeiro, garantindo-lhe a solidez⁸ e um rápido desenvolvimento, de forma a poder apoiar o desenvolvimento econômico do país.

Como foi ressaltado no início deste tópico, o RB foi criado pelo Governo, como um banco central, pois sua finalidade primordial foi cuidar não das finanças públicas, mas da unificação e da circulação monetárias. Outras funções de banco central são adquiridas por ele posteriormente, pela sua atuação prática e não por atribuição governamental, da mesma forma como ocorreu com o Banco da Inglaterra e com o Banco da França.

⁷ Apesar de ter sido criado por ação governamental: "... as ligações entre o Reichsbank e o Governo Imperial não desempenharam um papel maior, nos primeiros anos de sua existência; não há dúvida de que a ausência de guerras e o dramático crescimento da economia alemã reduziram as necessidades de suporte financeiro do Governo Imperial" (Goodhart, 1985: 92).

⁸ Conforme relata Herr Maliewitz, um dos diretores do Deutsche Bank: "A grande força do nosso sistema financeiro na Alemanha é o Reichsbank. Sob tal sistema, a questão de nossa própria reserva de caixa é de importância secundária, dado que sempre podemos converter nossas posses de *commercial paper* em moeda junto ao Reichsbank" (Apud: Goodhart, 1985: 95).

1.1.4 - A origem do Federal Reserve System

A história da criação do Federal Reserve System (Fed) foi uma história de conflitos. A mesma pode ser dividida em quatro fases: de 1781 a 1791, Bank of North America (BNA); de 1791 a 1811, First Bank of United States (FB); de 1816 a 1836, Second Bank of United States (SB); e, finalmente, o Independent Treasury System, de 1840 a 1913. Este último se divide em dois sub-períodos: de 1837 a 1863, Free Banking Era; e, de 1863 a 1913, National Banking System. Vejamos como, através desse processo, vão tomando corpo as funções de banco central.

O Bank of North America, primeiro banco moderno no Continente Americano, foi criado pelo Congresso Continental de Filadélfia, com o objetivo de auxiliar as finanças do Governo, logo após a Independência, quando o sistema de impostos ainda era precário. Suas ações foram subscritas pelo Congresso e pelo público. O BNA emitiu papel-moeda (*continentals*), mas em volume insuficiente para atender à demanda. Embora não tenha sido criado para desempenhar funções de BC, ele representou a primeira tentativa nesse sentido, na medida em que procurou exercer seus poderes de emissão, para atender às necessidades do Governo e do público e favorecer o desenvolvimento das atividades bancárias, num momento em que estas ainda engatinhavam no solo norte-americano.

A segunda tentativa de um banco central ocorreu em 1791, com a criação do First Bank of United States. No entanto a criação do FB desencadeou um conflito que marcou a história bancária norte-americana por longas décadas.⁹ De um lado,

estavam os partidários do idealismo rural, que viam na criação de um banco nacional uma excessiva centralização de poderes e um atentado à democracia e, de outro, as forças do realismo urbano, que consideravam esse banco uma necessidade e um desdobramento do próprio desenvolvimento bancário. Em muitos aspectos, o FB desempenhou funções privadas, mas também funções de banco central.¹⁰

Os instrumentos para esse segundo objetivo eram primitivos, pois ele ainda não podia impor regras, nem supervisionar os demais bancos. O que estava a seu alcance era manter uma certa vigilância sobre o sistema, através dos saldos que mantinha em outros bancos. Conscientes de que o FB poderia sacar seus depósitos para testar sua liquidez e solvência, os bancos estaduais retinham boas reservas, controlavam suas emissões e depósitos, mantendo sempre um comportamento de prudência. Dessa forma: "O First Bank criou um sadio sistema bancário, principalmente através de frequentes chamadas, não anunciadas, sobre seus saldos de crédito" (Meyer, 1982: 251).

Ainda antes de expirar o prazo de sua licença, de 20 anos, reacendeu-se o conflito que havia marcado sua criação. Venceram seus adversários, e o FB foi dissolvido, em 1811. Nos 20 anos de existência do FB, o número de bancos passou de quatro para 90. Após sua extinção, o incremento de bancos estaduais aumentou ainda mais. As práticas fraudulentas eram comuns, num período em que não havia qualquer organismo a impor uma disciplina ao sistema bancário. A conversibilidade das notas esteve suspensa de 1814 a 1817 e de 1819 a 1821. O seu resgate tornava-se difícil, sem algum tipo de controle, como observa Smith: "Esta era uma função que o First Bank of United States desempenhava com sucesso, na medida em que conseguia reverter os efeitos das

¹⁰ "Além de suas funções privadas, o First Bank desempenhou duas funções normalmente associadas a um banco central. Primeiro, (...), ele era o agente fiscal do Tesouro. Segundo, ele adotou políticas para criar um sistema bancário sadio e livre de erros." (Meyer, 1982: 251).

tendências dos bancos locais a uma excessiva emissão de notas" (Smith, 1936: 46).

A terceira tentativa de centralização do fragmentado sistema bancário norte-americano ocorreu, em 1816, com a criação do Second Bank of United States. Ele era formado por capitais privados e governamentais e obteve a licença de funcionar por 20 anos. Foram criadas 25 agências regionais. Suas funções de banco central foram acentuadas desde os primeiros momentos, prestando socorro aos bancos estaduais em momentos de aperto de liquidez.

Visto como uma ameaça à democracia, o SB tornou-se o alvo maior da campanha presidencial de Jackson, em 1832. Sua eleição, apoiada pelas forças ruralistas conservadoras e pelos bancos estaduais, significou o fim do SB, em 1836. "Isto colocou o fim por algumas décadas a todos os projetos em favor de um banco central" (Smith, 1936: 47).

Em 1840, foi criado o Sistema Independente do Tesouro, que desempenhou funções de banco central até a criação do Fed. Através da manutenção de espécies ou títulos do Governo, como reservas dos bancos, ele procurou garantir alguma estabilidade monetária, sem muito sucesso, pois não dispunha de instrumentos adequados para tal. Essa fase se subdivide em dois períodos distintos.

O período entre 1837 e 1863 é conhecido como o da Free Banking Era, nos Estados Unidos, pois nele não havia leis federais, as barreiras à entrada eram pequenas, os bancos eram livres para emitir suas próprias notas e para competir por depósitos e empréstimos. Foi um período caótico, repleto de

especuladores, *wildcat banks* e falências bancárias, uma das "páginas mais negras da história financeira".¹¹

O fracasso dessa experiência provocou a edição do National Banking Act (NBA), em 1863, que deu origem ao National Banking System, cuja vigência vai até 1913. O NBA aceitava o princípio da liberdade bancária, mas criava o cargo de Controlador da Moeda, que podia conceder a licença a qualquer banco que reunisse as condições mínimas de funcionamento. Criava também uma variedade de leis e regulamentos, para amenizar a instabilidade financeira e controlar o abuso do poder dos bancos estaduais, mas procurava, principalmente, corrigir o maior problema monetário de seu tempo, a falta de elasticidade da oferta monetária, para fazer face à demanda sazonal da agricultura ou dos períodos de crise bancária. Os maiores pânicos e suspensões de conversibilidade ocorreram nas crises de 1873, 1884, 1893 e 1907. O clamor por reformas não se referia apenas à necessidade de uma instituição que pudesse regular a liquidez, mas também à estrutura bancária do país, excessivamente fragmentada (20 mil bancos em 1913) e com poucos bancos de alcance nacional.

Foi a gravidade da crise de 1907 que levantou definitivamente a bandeira das reformas. Em 1908, o Aldrich-Vreeland Act criava algumas facilidades para associações de bancos e, especialmente, a National Monetary Commission (NMC), cujo objetivo era não só apontar os problemas do sistema bancário nacional, mas também as experiências positivas dos bancos centrais no Continente Europeu. A recomendação final da NMC foi a criação do Fed, cuja organização descentralizada difere significativamente da dos seus congêneres europeus. A explicação dessa organização é dada por Meyer (1982: 264): "A estrutura do Federal Reserve System reflete o habilidoso

¹¹ Ou, como define Meyer (1982: 259): "Muito simplesmente, aos *wildcat bankers* era dada uma licença para roubar."

compromisso entre os idealistas rurais e os realistas urbanos" (Meyer, 1982: 264).

A exemplo do Reichsbank, o Fed nasceu como um verdadeiro banco central, por ato legal do Congresso Nacional. Mas a história que o precedeu, a exemplo do caso alemão, não confirma a tese de que os bancos centrais são instituições criadas pelo governo, por razões de ordem política. Ao contrário, o que vimos confirma o ponto de vista de que as funções de BC foram criadas como resposta a necessidades do mercado.

1.1.5 - A luta pela criação do Banco Central do Brasil

"Estamos ainda na situação de quem calcula a hora olhando para o sol. Falta-nos o instrumento próprio para esse fim, que é o regulador das enchentes e vazantes de moeda.

"Refiro-me ao Banco Central. Só este órgão apropriado pode determinar, com maior segurança, o momento oportuno para passar de uma a outra política monetária, ambas aceitáveis, segundo o panorama geral das relações econômicas." (Getúlio Vargas em 1940, apud: Fonseca, 1987: 262).

No Brasil, sempre houve forte resistência à criação de um banco central. Além de ter sido um dos últimos países do Mundo a ter seu BC, este teve que ser criado por etapas para que pudessem ser vencidos os interesses contrários à sua criação. O processo formal de sua criação levou nada menos que 20 anos, a partir de seu primeiro embrião, a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), em 1945, até a criação do Banco Central do Brasil, em 31 de dezembro de 1964. Outros 22 anos foram necessários para que se completasse seu aperfeiçoamento institucional e ele se tornasse, formalmente, a única autoridade monetária do País, uma vez que, mesmo após sua criação, o Bacen continuou a dividir funções de banco central com o Banco do

Brasil, até a promulgação da última Constituição, em 1988. A forma final de seu estatuto, porém, continua ainda em discussão, no Congresso Nacional, onde se debate a questão de sua independência.

Por que tanta resistência para a criação de um banco central em nosso país? A quem interessava não ter um banco central? Souza Gomes (1967: 95) sugere que "(...) forças ocultas dificilmente identificáveis vinham se opondo a que o Brasil possuísse o seu banco central". No entanto, para Dênio Nogueira (1994), essas forças não eram tão ocultas assim, a ponto de não poderem ser identificáveis. Elas se materializavam no Congresso¹² e no Banco do Brasil¹³, mas representavam claramente os interesses de setores específicos do campo, do setor urbano industrial¹⁴ e dos banqueiros¹⁵. Não podem ser esquecidos também os interesses do próprio Governo, a quem faltava vontade política para criar um banco central, pois isso poderia dificultar o uso da emissão monetária para suprir deficiências do seu sistema fiscal.

¹² "Mas diria também que essa resistência não era do Congresso, em si. O Congresso apenas refletia uma pressão vinda de fora, resultante da conjugação de diversos interesses. O mais forte deles era proveniente (...) do setor industrial." (Nogueira, In: Bulhões, 1990: 259)

¹³ "Sem dúvida, o Banco do Brasil era um grande opositor, mas eu não diria que era o principal. O Banco do Brasil reagia muito à criação do Banco Central, mas eu diria que essa reação era estimulada por grupos muito mais fortes que ele próprio." (Nogueira, 1994: 138).

"Evidentemente, eles usavam os funcionários do Banco do Brasil para engrossar o grupo contrário à criação do Banco Central, porque os funcionários do Banco do Brasil tinham um certo prestígio, muito maior do que têm hoje, já que era da carreira deles serem assessores de ministros, eventualmente até ministros." (Nogueira, 1994: 141).

¹⁴ "O que ocorria, na minha opinião, era que a atividade econômica urbana, o comércio e a indústria, eram contrários ao controle monetário, porque tinham se habituado, ao longo dos anos, a viver à custa da expansão monetária." (Nogueira, 1994: 138).

¹⁵ "Os banqueiros não queriam o Banco Central. É evidente que queriam um órgão mais frágil, como era a Sumoc. A Sumoc eles dominavam. Mas foram dominados pelo Banco Central. No meu tempo, isto eu garanto." (Nogueira, 1994: 116).

Os grandes interesses contrários à criação de um banco central, localizados no Banco do Brasil, transformaram essa instituição no centro do imbróglio monetário, fiscal e financeiro, que perpassa longos períodos de nossa história. Por um lado, as relações históricas entre as autoridades monetárias e as autoridades fiscais sempre foram pouco transparentes, e seus canais de comunicação mantiveram-se mais ou menos ocultos. Por outro, as relações das autoridades monetárias e suas políticas com os bancos privados também nunca foram claramente definidas. O Banco do Brasil aparece sempre como o personagem que embaralha essas relações, dado que ele é, ao mesmo tempo, banco central, banco de fomento, agente do Tesouro e banco comercial. Dessa forma, a gestão monetária torna-se palco de grandes conflitos de interesses, que encontram na diversidade de funções do Banco do Brasil seus dissimulados canais de expressão.

Os passos mais importantes da luta histórica pela criação do Banco Central do Brasil são: a criação da Sumoc em 1945, a criação do Bacen em 1964 e as reformas inseridas na Constituição de 1988.

- A Sumoc e a estrutura das autoridades monetárias

Bulhões (1990) sugere que o primeiro embrião do nosso Banco Central foi a recriação da Carteira de Redesconto (Cared) do Banco do Brasil em 1930. Entretanto é certo que houve pelo menos duas tentativas concretas anteriores; a primeira aconteceu em 1923, no período do Presidente Bernardes; e a segunda resultou da Missão Niemeyer, chefiada por por este Diretor do Banco da Inglaterra, em 1931, que sugeriu a transformação do Banco do Brasil em banco central. Mas o passo mais avançado foi, sem dúvida, a criação da Sumoc, em 2 de abril de 1945, através do Decreto Lei nº 7.293 do Presidente Dutra. A materialização desse

ato se deveu aos esforços de um grupo de economistas liderados por Eugênio Gudín e Octávio Gouvêa de Bulhões e à nova ordem internacional, representada no Acordo de Bretton-Woods.

Devido às resistências existentes no Banco do Brasil e no Congresso, a Sumoc representou apenas um órgão intermediário, que, mesmo assim, só se viabilizou através da legislação autoritária deixada por Vargas.¹⁶ Em seu artigo primeiro estava expresso o objetivo de "preparar a organização do Banco Central." Foi uma primeira etapa difícil, que ainda tinha pela frente um longo e conflituoso percurso. Como afirma o *Jornal do Brasil*¹⁷, na época, o argumento contrário era de que o Banco do Brasil já vinha desempenhando a contento as funções de Banco Central.

A própria história de atuação da Sumoc foi uma história de conflitos com o Banco do Brasil, pois este, não tendo podido impedir a criação do novo órgão, procurou outras formas de controlar-lhe as ações. Prova disso é que os principais instrumentos de ação da Sumoc, como a Carteira de Redesconto e a Carteira de Mobilização Bancária (Camob), bem como a Caixa de Depósito das reservas bancárias, não ficaram com a Sumoc, mas passaram a fazer parte da estrutura do Banco do Brasil. "Era uma maneira de retirar certas atribuições do Banco do Brasil, sem retirá-las propriamente, já que a Sumoc funcionaria no Banco do Brasil." (Bulhões, 1990: 89). Dessa forma, ficavam neutralizados

¹⁶ "Foi o Dr. Bulhões quem redigiu o decreto lei criando a Sumoc, e, (...) aproveitando que o Governo tinha poderes para baixar decretos-lei, para vender o peixe dele, sem depender do Congresso. E fez muito bem, porque, se não tivesse feito aquilo, não saía nem a Sumoc." Casimiro Ribeiro. Depoimento - CPDOC - FGV. Apud: Lago, 1982: 19, nota 17).

¹⁷ "Se o Banco do Brasil é o que de mais organizado pode existir no país, não compreendemos porque cogitar de retirar-lhe nesse momento de crise incumbências de que vem se desobrigando cabalmente". *Jornal do Brasil*, 6 de fevereiro de 1945. In: Lago, 1982: 17, nota 14).

os principais objetivos da Sumoc de controle sobre a moeda e o crédito.¹⁸

Devido a essas resistências, foi só na segunda metade da década de 50, que a Sumoc se fortaleceu nas suas funções específicas e conseguiu estabelecer uma divisão clara das atribuições, de modo que a organização monetária passou a operar com certa eficácia, apesar de seu papel relativamente secundário. "Formalmente, não havia ambigüidade na definição de funções". (Orenstein e Sochaczewski, 1990: 185). A política econômica, especialmente a de moeda e crédito, era gerenciada pela Sumoc, pelo Banco do Brasil e pelo Tesouro.

A Sumoc, como órgão controlador e formulador da política da moeda e do crédito, passou a exercer, nessa segunda fase, algumas funções típicas de um verdadeiro banco central, tais como a fixação dos juros do redesconto e do percentual dos depósitos compulsórios dos bancos, a fiscalização dos bancos comerciais e do registro de capitais estrangeiros; era ainda responsável pela política cambial e de mercado aberto.

O Banco do Brasil, enquanto banco central e órgão executor da política, operava a Carteira de Redesconto, para crédito seletivo e de liquidez, a Caixa de Mobilização Bancária, como prestador de última instância, e a Carteira de Câmbio e de Comércio Exterior (Cacex). Como agente financeiro do Tesouro, recebia e antecipava receitas e realizava pagamentos, concedendo também empréstimos ao Tesouro. Além disso, o Banco do Brasil fazia a compensação de cheques e era depositário das reservas voluntárias dos bancos comerciais.

¹⁸ Conforme relato de Casimiro Ribeiro: "Do ponto de vista financeiro, a Sumoc virou uma espécie de apêndice do Banco do Brasil. (...) Houve, me parece, uma resistência muito grande do próprio funcionalismo do Banco do Brasil em deixar a Sumoc se desenvolver. (...) a orientação geral, nunca escrita, foi no sentido de que a Sumoc não devia dar o pulo para Banco Central." (Depoimento CPDOC - FGV, Apud: Lago, 1982: 24, nota 28).

O Tesouro, por sua vez, era responsável pela emissão e pela amortização de papel-moeda, operações que executava através da sua Caixa de Amortização (Camor).

O Conselho da Sumoc, na cúpula do sistema, dava a orientação geral da política econômica. A questão problemática desse sistema dizia respeito à emissão do papel-moeda, pois havia dois vazamentos:

O primeiro dava-se através das famosas "encampações" periódicas do papel-moeda emitido mediante os artifícios contábeis de emissão e de cancelamento de créditos entre Banco do Brasil, a Cared e o Tesouro.¹⁹

O segundo vazamento da política monetária ocorria através da combinação das outras duas funções do Banco do Brasil: a de ser depositário das reservas bancárias e a de ser banco comercial. O limite imposto à criação de moeda bancária, através da exigência de reservas aos demais bancos comerciais, era anulado justamente por que essas reservas aumentavam o potencial de criação monetária do Banco do Brasil.

"Assim, tanto pelo lado do papel-moeda como pelo lado da moeda escritural, a posição privilegiada do Banco do Brasil

¹⁹ Orenstein e Sochaczewski (1990: 186) descrevem como funcionava esse mecanismo de emissão: quando o BB necessitava papel-moeda para seu caixa ou para distribuir aos outros bancos de quem era depositário das reservas voluntárias, levava à Cared títulos comerciais ou notas promissórias de suas operações correntes para redescontá-las em troca de papel-moeda. A Cared, por sua vez, solicitava ao Tesouro um empréstimo de papel-moeda. Vencidos os títulos redescontados, o Banco do Brasil redescontava o papel-moeda à Cared, que o devolvia à Camor do Tesouro, para que fosse destruído. A operação de emissão parecia, assim, lastreada por operações comerciais. Acontece, no entanto, que esse mecanismo equivalia a emissões disfarçadas de moeda, sem qualquer lastro, por que os limites legais de emissão, fixados em 25% sobre as reservas de ouro e divisas, eram geralmente ultrapassados e, sempre que isso acontecia, o Congresso autorizava "encampações" desse dinheiro emitido, cancelando-se as dívidas da Cared, do Tesouro e do Banco do Brasil.

permitia sua expansão sem limites." (Orenstein e Sochaczewski, 1990: 187).

Apesar da divisão de funções existente entre o Tesouro, o Banco do Brasil e a Sumoc, esse sistema monetário imbutia um processo perverso de criação de moeda concentrado no Banco do Brasil, que mesclava três atribuições consideradas incompatíveis com a política monetária: ser agente financeiro do Tesouro, autorizado a realizar operações de crédito; ser o depositário das reservas voluntárias dos bancos comerciais; e, ainda, ser o maior banco comercial do País e o único banco rural. Essas três funções do Banco do Brasil combinavam-se funcionalmente no sentido de inviabilizar qualquer controle sobre a emissão dos meios de pagamento. Era sobre essa estrutura que recaíam as críticas e se concentravam os esforços para a criação de um banco central que fosse independente de todo esse mecanismo perverso de criação monetária.

Em resumo, a criação da Sumoc pouco significou em termos de aperfeiçoamento institucional, para o controle da moeda e do crédito, uma vez que o Banco do Brasil conseguiu absorver o novo órgão em sua estrutura e em suas práticas, conforme reconhece o próprio Bulhões: "A verdade é que a Sumoc só se transformou mesmo em instituição controladora da moeda, quando veio o Banco Central." (Bulhões, 1990: 93).

- A criação do Banco Central do Brasil em 1964

O Banco Central do Brasil foi criado em 31 de dezembro de 1964, através da Lei nº 4.595, 20 anos depois da criação da Sumoc, que tinha mandato específico para preparar sua criação. Em 1946 o Presidente Dutra previa a criação do banco central no seu Projeto de Reforma Bancária enviado ao Congresso. No período que vai de 1946 a 1964, porém, várias outras tentativas semelhantes foram obstruídas na Câmara Federal. Em 1964, com o

governo militar de Castelo Branco, todo o antigo "grupo da Sumoc" retornou ao centro do poder, vindo à frente o próprio Bulhões, agora como o todo-poderoso Ministro da Fazenda. Foi a oportunidade de vencer, sob a lei militar, todas as históricas resistências e realizar o antigo sonho, iniciado com a criação da Sumoc, em 1945, e criar finalmente um banco central. Com a Reforma Monetária de 1964, que criou o Bacen, a estrutura das autoridades monetárias assumiu a seguinte configuração²⁰: o Bacen substituiu a Sumoc, com todas as suas atribuições, mas com importantes mudanças, quais sejam, (a) a emissão de moeda ficou sob sua inteira responsabilidade; (b) as operações de crédito ao Tesouro só poderiam ser feitas agora pelo BC, através da aquisição de títulos emitidos pelo Tesouro; (c) a Cared e a Camob foram abolidas, e seus valores líquidos incorporados ao BC; (d) o controle e a execução das operações de câmbio passaram do Banco do Brasil para o BC; (e) criou-se o Conselho Monetário Nacional (CMN), para substituir o Conselho da Sumoc, agora com nove membros, dos quais apenas um pertencente ao Banco do Brasil; (f) o Banco do Brasil permaneceu como agente financeiro do Governo, mas sem o privilégio de fornecer crédito ao mesmo; (g) o BC ficou com a possibilidade de delegar ao Banco do Brasil a função de guardar as reservas voluntárias dos bancos e de efetuar a compensação de cheques; (h) a Caixa de Amortização do Tesouro foi abolida e a função de emitir tornou-se privilégio do Banco Central.

Pode-se dizer, pela análise desses pontos, que a gestão da política monetária ficou centralizada, porque não somente se consolidou a legislação, mas a própria influência do Banco do Brasil também ficou substancialmente reduzida. A relação entre este último, o BC e o Tesouro ficou simplificada. O Tesouro perdeu o poder de emissão que antes possuía, através de sua Carteira de Amortização; recriou-se também o papel da dívida pública para financiar os déficits do Tesouro.

²⁰ Para essa descrição, resumimos as observações de Sochaczewski (1980: 351).

Entretanto os canais de comunicação entre o Banco do Brasil e o BC não foram totalmente fechados. Na verdade, as reservas voluntárias que poderiam ficar no Banco do Brasil apenas por delegação do BC dali nunca saíram. Os tetos de expansão das suas operações passaram a ser definidos pelo CMN através do Orçamento Monetário. A conexão mais importante entre eles, porém, passou a ser feita através da conta movimento do Banco do Brasil, por intermédio da qual o mesmo executava, em nome do Governo, inúmeras operações, financiadas pelo BC. Por esse mecanismo, ele continuava a agir como verdadeira autoridade monetária.

"É possível, então, concluir que, nem do ponto de vista do Banco do Brasil, dividindo o papel de Autoridade Monetária, nem do ponto de vista do mecanismo de emissão de moeda, nada ou quase nada foi mudado pela Reforma Bancária, em relação ao sistema anterior." (Sochaczewski, 1980: 357).

Um novo imbróglio, envolvendo o Banco do Brasil, o Bacen e o Tesouro estabeleceu-se, agora, através das relações do Orçamento Fiscal (OF) e do Orçamento Monetário (OM) e deste com a conta movimento. O OM foi criado pela Reforma para dimensionar as metas de expansão monetária, propostas pelo CMN e administradas pelo BC. O OF deveria refletir a programação das receitas e despesas fiscais do Tesouro. No entanto muitas despesas nitidamente fiscais não se registravam no OF, mas, sim, no OM e na conta movimento. Dessa forma, a verdadeira crise fiscal não aparecia no OF e sequer era retratada completamente no OM. Ela se ocultava nos meandros da conta movimento, espelho das relações do Banco do Brasil com o BC. De fato, vários dispêndios do Tesouro estavam sendo bancados, sem ressarcimento, pelas autoridades monetárias através da articulação Tesouro-Banco do Brasil-Banco Central. Ocorre ainda que a administração da dívida pública passou também para o BC (Lei Complementar nº 12, de 08.11.81). Por essa Lei, ficava o CMN autorizado a dispensar consignação de recursos orçamentários para pagamento

de juros e outros encargos da dívida pública junto ao Banco Central.

Dessa forma, o Bacen passava a abrigar um conjunto de despesas de responsabilidade do Tesouro, as quais não apareciam no seu orçamento. Criavam-se, assim, dois mecanismos de gastos de difícil controle, a conta movimento e a administração da dívida pública. Uma verdadeira cortina de fumaça passava a encobrir as conexões entre o Tesouro, o Banco do Brasil e o Bacen, as quais exerciam pressões sobre a emissão primária de moeda e minavam a eficácia da gestão monetária.

- As reformas recentes

Iniciou-se, em 1985, um processo de reordenamento financeiro do setor público, visando tornar mais transparentes e controláveis suas contas. Foi na gestão do Ministro Dornelles que as contas de caráter fiscal, embutidas no OM, passaram para o OF. Com isso, o OF começou a apresentar déficits, que antes não apareciam. O passo seguinte foi dado pela equipe do Ministro Funaro, através do congelamento da conta movimento do Banco do Brasil. Com essa medida, o mesmo perdeu sua função de autoridade monetária após uma luta quase secular para manter esse privilégio.

Tal processo completou-se em 1987, com a unificação orçamentária. Criou-se o Orçamento Geral da União (OGU), que passou a englobar o OF, o OM e o Orçamento das Estatais. Redefiniram-se também as funções do Banco do Brasil, do Bacen e do Tesouro. Com o Plano Cruzado, criou-se a Secretaria do Tesouro Nacional, como caixa único de todas as despesas do Governo Federal.

Em 1988 foi criado o Orçamento das Operações de Crédito, o qual, como parte integrante do OGU, passou a reunir todos os créditos antes imbutidos no OM. Com a criação do Orçamento de Crédito, o Bacen perdeu sua função de fomento, embora continue como agente financeiro do Tesouro, mas sem o poder de adiantar, por conta do mesmo, recursos oficiais de crédito. O Bacen ficou também impedido de financiar diretamente o Tesouro, pois foi extinta a reserva monetária, que absorvia todas as pressões de gasto sobre o Executivo. A Lei Complementar nº 12 foi revogada e, com isso, o Bacen perdeu a faculdade de administrar a política de endividamento do Governo Federal. Ficou proibido, também, de emitir títulos, embora continue responsável pela sua colocação junto ao mercado, podendo ele definir, a seu critério, a quantidade dos mesmos em sua carteira, com vistas a poder controlar a liquidez.

Com estas mudanças, o Banco Central do Brasil parece se aproximar, sob o ponto de vista institucional, do modelo de um banco central clássico. Entretanto há uma questão remanescente dessas reformas, que ainda impede a completa separação formal e a transparência das relações entre Bacen, Tesouro e sistema financeiro e dificulta ao primeiro de manejar os instrumentos da política monetária. Trata-se do problema da zeragem automática.

Em que consiste a zeragem automática? Já mencionamos que, pelos últimos aperfeiçoamentos institucionais, o Bacen ficou proibido de financiar o déficit do Tesouro e de comprar seus títulos no mercado primário. Entretanto esta determinação vem sendo contornada, através do mecanismo da zeragem automática, que consiste numa operação triangular entre o Bacen, o Tesouro e o sistema financeiro, através da qual o Bacen, além de financiar o Tesouro e garantir aplicações sem risco ao sistema financeiro, inviabiliza sua própria política de controle da liquidez, através da elevação dos juros. Na prática, através desse

mecanismo, "(...) o Tesouro tem um limite potencial infinito de saques sobre a autoridade monetária". (Pastore, 1990: 165).

Como funciona esse mecanismo? Seu funcionamento é mais ou menos o descrito a seguir: todos os dias, às nove horas, antes que o mercado aberto comece a operar, o Bacen estima a posição líquida das reservas dos bancos, com vistas à colocação de títulos públicos, a estabelecer a taxa de juros desejada e, dessa forma, controlar a liquidez. Em geral, coloca títulos em excesso, para impedir que a taxa de juros fique abaixo do nível desejado; mas, para que isso seja possível, oferece às instituições financeiras a garantia de recompra, no fim do dia, dos papéis que ficaram sem tomador final. Na prática, esse mecanismo permite que o Bacen coloque uma massa de títulos superior às disponibilidades de recursos a serem aplicados. As instituições aceitam essa política, porque o Bacen lhes garante os recursos não conseguidos no mercado, no fim do dia. Por outro lado, esse mecanismo permite que o Bacen fixe com mais tranqüilidade a taxa de juros. Mas, com essa prática, ele acaba sancionando um verdadeiro círculo vicioso que frustra o objetivo de sua política, pois, através dela, sanciona as aplicações diárias, estimula as instituições a ampliarem sem limites suas aplicações, refinancia o Tesouro, reforça a liquidez e garante aos aplicadores alta liquidez, praticamente sem custo e sem risco.

Através do mecanismo da zeragem automática, aparentemente, o Tesouro não pressiona o Bacen, para financiar seus déficits, mas as pressões exercem-se de forma dissimulada, como consequência dos custos dos juros sobre sua dívida. A política de elevar os juros para controlar a liquidez anula-se, porque, por mais altos que sejam os juros, não afetam as reservas dos bancos, pois o próprio Bacen lhes garante a injeção de novos recursos, no fim do dia, para que possam repor suas reservas. Assim, os juros elevados, em vez de reduzir a liquidez dos papéis indexados, acabam produzindo efeito contrário, devido ao aumento dos custos dessa rolagem para o Tesouro que, não

possuindo superávit fiscal, vai necessitar de um volume ainda maior de financiamento. Através dessa rolagem de títulos governamentais, com carta de recompra pelo Banco Central, "(...) os bancos mantêm sua liquidez intacta, sem incorrer em custos de oportunidade de carregar reservas livres ou rebaixar a taxa nominal de juros." (Carneiro e Garcia, 1994: 13).²¹

A dívida pública tornou-se, dessa forma, um dos pilares de nosso sistema financeiro, muito mais importante que a base monetária. Mais que isso, a rolagem dos títulos públicos, através da zeragem automática funciona como uma verdadeira janela de desconto para o sistema financeiro, permanentemente aberta para atender a suas necessidades diárias de liquidez, a um custo praticamente nulo. Finalmente, através desse mecanismo, o Bacen exerce diariamente seu verdadeiro papel de prestador de última instância²² a todo o sistema financeiro, como se fosse uma verdadeira roda da fortuna.

Como romper esse círculo vicioso e resgatar a capacidade do Banco Central de fazer política monetária? A necessidade de reformas que tornem mais claras as relações do Bacen com o sistema financeiro e também com o Governo parece inegável, tanto assim que inúmeros projetos com esse objetivo tramitam no

²¹ Pastore sugere que o Bacen tem o poder de romper este círculo vicioso e impedir que a liquidez financeira afete o nível dos preços: "A expansão da moeda indexada é inflacionária, se ela tiver poder liberatório, como nos casos da Bolívia e da Argentina. Mas não no Brasil, onde sua característica é diversa e que o Banco Central pode dar-lhe poder liberatório ou não, se adotar, ou não, o procedimento da zeragem automática." (Pastore, 1990: 170).

Esse poder, no entanto, parece ser muito limitado, pois, como afirma Carvalho: "Essa massa de moeda indexada pode ser convertida em M₁, por iniciativa de seus titulares, sem que a autoridade monetária possa impedi-lo. Quando isso ocorre, o efeito acaba sendo muito semelhante ao de uma emissão primária de moeda ou de uma elevação do multiplicador bancário. Além disso, a expansão do estoque de moeda indexada é função principalmente das taxas de juros nominais, que são fortemente condicionadas pelas expectativas de inflação, se são juros pré-fixados, ou pela inflação passada, se são juros pós-fixados." (Carvalho, 1992: 170).

²² Papel semelhante o Bacen desempenhou e ainda vem desempenhando em relação ao setor público, ao atuar como fiador da dívida externa e principalmente ao socorrer financeiramente empresas estatais e bancos oficiais. Sobre esse ponto ver Rigolon (1993: 95).

Congresso Nacional. No âmbito da reforma do sistema financeiro, está colocada a proposta de independência do Bacen, como um dos meios de devolver-lhe a capacidade de fazer política monetária. Esta questão será discutida no Capítulo 3 deste trabalho.

1.2 - As razões teóricas dos bancos centrais

1.2.1 - A interação entre o mercado e a política

Esta breve história de bancos centrais sugere uma primeira pergunta: qual foi a razão fundamental do surgimento dos primeiros bancos centrais?²³ A resposta a essa questão permite o confronto de duas posições claramente divergentes.

De um lado, a posição de Vera Smith, cuja leitura da história dos bancos centrais é a seguinte:

"Olhando para as circunstâncias em que muitos deles foram estabelecidos, julgamos que os primeiros bancos centrais foram fundados por razões políticas, conectadas com as necessidades das finanças do Estado, sem que se tenha dado ou podido dar alguma razão econômica, para permitir ou não a livre entrada no negócio da emissão de notas (...)" (Smith, 1936: 167).

Sua tese é muito clara: "Um banco central não é o produto natural do desenvolvimento bancário. Ele é imposto de fora ou vem à existência como resultado de favores governamentais" (Smith, 1936: 169).

²³ O caso do Banco Central do Brasil, por suas peculiaridades, mas, principalmente, por sua formação tardia, não serve de exemplo para responder essa pergunta. Ele seria mais pertinente, se a mesma fosse invertida, ou seja, se perguntássemos pelas razões que impediram sua criação durante tanto tempo.

No outro extremo posicionam-se Aglietta e Goodhart. Sua leitura da história leva-os a concluir que:

"(...) o próprio desenvolvimento da economia monetária produz a emergência dos bancos centrais. (...) Em outras palavras, o banco central é criação do mercado e não uma criatura do Estado. A esse respeito, o Banco da Inglaterra é um exemplo típico. Ele foi, sem dúvida, o banqueiro do Estado desde sua criação, no final do século XVII. Isto não lhe deu o estatuto de banco dos bancos. Não foi senão no último terço do século XIX, e não por um ato legislativo, mas através de uma aprendizagem extraída da experiência das crises financeiras, que o Banco da Inglaterra elaborou uma racionalidade coletiva para guiar sua prática no mercado. As duas dimensões essenciais do ofício de banco central, que o transformaram em banco dos bancos, são o de prestador de última instância e o encargo de regulação da taxa de juros no mercado monetário." (Aglietta, 1991: 5-6).

"(...) foi a metamorfose, a partir do seu envolvimento nas atividades de bancos comerciais, como bancos competitivos e maximizadores de lucros entre muitos bancos, em direção a funções não competitivas e não maximizadoras de lucro, que marcou a verdadeira emergência e o desenvolvimento dos bancos centrais." (Goodhart, 1985: 7).

Como entender essas teses opostas a partir da análise da experiência histórica. A primeira vista, parece não restarem dúvidas de que o BI e o BF foram criados pelo Governo como meio para reforçar suas finanças. Embora esse objetivo não seja tão evidente no caso da Alemanha e dos Estados Unidos, parece claro, no entanto, que eles foram criados pela iniciativa governamental, como resposta a necessidades concretas de organizar o sistema de pagamentos e fortalecer o sistema bancário de cada país. Nota-se, também, o permanente conflito entre os bancos privados e os bancos governamentais em torno do poder de emissão de moedas, sendo que a tendência natural ao monopólio da emissão era sempre reforçada por medidas legais, que procuravam limitar esse direito aos bancos privados.

Primeiramente, devemos fazer algumas observações sobre a posição de Smith. Parece certo que o Reichsbank e o Federal Reserve já foram criados como BCs, após uma longa e problemática experiência de atividades bancárias sem instituições centrais reguladoras. Como vimos, o motivo principal de sua criação não foram as necessidades do Tesouro, mas a necessidade da unificação monetária e a das crises financeiras. Além disso, tanto o Banco da Inglaterra, como o Banco da França foram criados como bancos governamentais, mas não com as funções de BCs, nem com o objetivo de exercê-las. Eles foram se tornando BCs à medida que passaram a assumir responsabilidades em relação aos demais bancos. Suas funções de BCs nasceram da evolução das práticas do mercado. O fato de terem sido esses dois bancos que foram se tornando BCs e não outros, isto sim, se deve à posição privilegiada e proeminente que ocupavam dentro do sistema bancário da época. Certamente, se não houvesse bancos governamentais que, por sua situação privilegiada e por sua liderança, fossem assumindo funções de BCs, outros bancos mais fortes, mesmo que privados, teriam assumido essas funções de caráter público e se transformado em bancos centrais.

Em segundo lugar, cabe qualificar as palavras de Aglietta, quando afirma que "o banco central é criação do mercado e não uma criatura do Estado". Como poderemos ver, adiante, no tópico sobre a transformação das câmaras de compensação em bancos centrais, esse processo não foi impulsionado unicamente pelas forças do mercado, mas teve também a influência da intervenção estatal. Esta interação entre o processo de centralização, impulsionado pelo sistema bancário privado e a necessidade da intervenção pública, também fica evidente na formulação da teoria do emprestador de última instância por Thornton e Bagehot. Dessa forma, os BCs não são nem produto do mercado nem criaturas do Estado, como afirma Aglietta, mas resultam do processo interativo entre a ação política e as tendências do mercado.

Com exceção do RB, a história dos demais BCs atesta claramente a resistência das autoridades e de seus diretores no sentido de que esses bancos assumissem responsabilidades de BCs. No caso dos Estados Unidos, a própria Constituição nada diz sobre a regulação monetária por qualquer instituição específica, mas afirma apenas que o Congresso deve regular o valor da moeda. Com base nesse argumento, foram extintos o FB e o SB dos Estados Unidos. A história do Banco da Inglaterra também está repleta de exemplos de restrições legais para que ele assumisse responsabilidades de Banco Central. Basta citar o Banking Act, de 1844. Os Governos da Inglaterra, da França e dos Estados Unidos não só não criaram arbitrariamente funções de BCs, mas, ao contrário, chegaram mesmo a impor obstáculos para que os bancos governamentais não se transformassem em BCs. Apesar disso, no entanto, forças mais poderosas agiam em sentido contrário e essas instituições foram progressivamente se transformando em bancos centrais.

Como vemos, a idéia é que uma instituição comercial, pelo fato de desempenhar a função de banqueiro do governo e de ser banco de emissão, foi assumindo progressivamente, através das práticas do mercado, as funções de banco central. Nesse sentido, lembra ainda Goodhart que essa metamorfose ocorreu naturalmente, mas através de enormes dificuldades, no caso do Banco da Inglaterra, principalmente devido aos direitos de propriedade nos lucros do Banco, mas também devido aos riscos morais associados ao papel regulador que ele deveria assumir. Já no caso do Banco da França, devido à sua direção política, foi mais fácil para o mesmo assumir funções relativas aos demais bancos comerciais, com quem competia, e, por isso, sua transformação em BC foi mais rápida e menos traumática.

Enfatizemos nosso argumento: as funções típicas de um banco central não foram criadas exogenamente pelo governo, por motivos políticos, como afirma Smith, nem criadas simplesmente pelo

mercado, como diz Aglietta, mas resultam de uma interação entre as necessidades do mercado e a resposta dada pela intervenção governamental. Ou seja, os primeiros BCs não foram criados para desempenhar funções de BC, mas foi o desempenho dessas funções por determinados bancos que os transformou em bancos centrais.

Porém, Vera Smith termina seu livro clássico, *The Rationale of Central Banking*, propondo um reexame das razões que presidiram a criação dos Bancos Centrais. A questão voltou novamente ao debate nos anos 70, com o movimento de liberalização bancária e a retomada do debate sobre o retorno do Free Banking System. É isso que analisaremos a seguir.

1.2.2 - Dos *free banking* aos bancos centrais

Os problemas monetários e financeiros, que afetaram vários bancos privados nas décadas de 70 e 80 e o movimento de liberalização bancária e financeira que se seguiu, principalmente nos Estados Unidos e na Inglaterra, mas que se transformou numa espécie de onda geral, ao lado das crescentes dificuldades dos bancos centrais em exercer seu poder regulador, deram origem a uma abundante literatura, que reacendeu o debate por um modelo de livre organização bancária, cujo objetivo final muitos imaginam ser a introdução de moedas privadas concorrenciais e a abolição dos próprios BCs. Por paradoxal que possa parecer, após 300 anos da criação do primeiro banco central, quando todos os países do Mundo procuram fortalecer seu BC, volta-se a questionar suas origens e sua necessidade, propondo-se, como solução, modelos históricos de livre organização bancária, sem qualquer aderência aos complexos sistemas monetários e financeiros atuais.

A proposta de uma livre organização bancária, no entanto, é antiga e acompanha a própria evolução dos bancos centrais. Historicamente, ela se insere no contexto das primeiras controvérsias monetárias do século XVIII e XIX. A evolução do padrão metálico para um padrão misto, ou seja, a emissão de papel-moeda pelo Banco da Inglaterra e por outros bancos emissores, bem como os problemas ligados ao resgate dos bilhetes, suscitaram inúmeras controvérsias sobre a natureza do dinheiro e o problema da gestão monetária. A suspensão da convertibilidade pelo Banco da Inglaterra, em 1797, provocou o Bullon Report, no qual depuseram Thornton e outros entendidos em questões monetárias. A primeira controvérsia deu-se entre os bulionistas, defensores de um padrão metálico puro, e os antibulionistas. Algumas décadas mais tarde, a discussão monetária envolveu a Currency School e a Banking School. Em relação ao tema que aqui tratamos, ambas as escolas defendiam a necessidade de um banco central. A primeira defendia o monopólio da emissão e, junto com ele, um estrito controle da emissão monetária, com base no lastro metálico. Já a Banking School, embora defendesse a necessidade do banco central e o monopólio de emissão, era contra qualquer regra de controle da emissão, pois achava que o sistema bancário só emitia a partir da demanda e, como tal, não podia emitir em excesso.

A esse debate confrontava-se um outro grupo de pensadores, que defendia o que se poderia chamar de "Free Banking School", a qual pregava a livre emissão e a competição de moedas privadas, sem que fosse necessário um banco e uma moeda centrais. Seu argumento a favor da livre competição de moedas era o mesmo que a Banking School usava contra a necessidade de regras de controle da emissão, ou seja, que as notas eram *real bills*, emitidas a partir das necessidades do comércio, e a "lei do refluxo" garantia o retorno automático das mesmas. Os bancos emitem notas para descontar *bills of exchange* e, portanto, nunca podem emitir em volume superior à demanda. Os bancos exercem um controle mútuo sobre todo o sistema, tornando desnecessário

tanto um banco central, quanto um controle da emissão. Modernamente, essa proposta, foi retomada por Vera Smith, em 1936, por Benjamin Klein, em 1974, por Hayek, em 1976 e por inúmeros outros autores nos dias atuais.

Não é nosso propósito apresentar aqui as particularidades de cada uma dessas propostas, mas tão-somente as linhas básicas de seu modelo geral. Como seria, então, esse modelo de livre organização bancária e de moedas privadas?

Vera Smith define-o como um regime em que os bancos de emissão podem se estabelecer, da mesma forma que qualquer outro tipo de empresa. O critério para seu estabelecimento não seria uma autorização governamental, mas sua capacidade de levantar capital e conseguir a confiança pública, para aceitar suas notas e assegurar sua lucratividade. Nenhum banco poderia dar curso forçado às suas notas, declarando-as moeda legal, nem poderia esperar qualquer ajuda governamental. Os que não pudessem garantir a conversão de suas notas em ouro teriam que fechar suas portas. Mas a condição essencial para que tal modelo funcionasse seria a existência de uma moeda mercadoria: "Um abandono geral do padrão-ouro é inconcebível nessas condições (...)." (Smith, 1936: 170).

Os modelos de *free banking* são sistemas de pagamentos, onde há uma dissociação entre a unidade de conta e as moedas bancárias, conversíveis em uma moeda-mercadoria. A primeira regra monetária é que uma moeda mercadoria, definida por uma quantidade fixa de ouro ou de uma cesta de mercadorias, constitua a unidade de conta. Essa moeda-mercadoria deve ser também o meio de regramento final. Os meios de pagamento são notas bancárias, na forma de bilhetes ou depósitos, conversíveis na moeda-mercadoria, que, devido à sua quantidade limitada, exerce uma restrição sobre o volume das emissões. Sua aceitação

exige que as notas bancárias sejam *real bills*, ou seja, direitos sobre mercadorias, restrição monetária verificada pela "lei do refluxo" das notas. Assim, uma emissão em excesso, além do desejo do público, seria contida pelo retorno das notas, através de sua conversão ao par. A "lei do refluxo" parece eficaz, ao garantir que toda a emissão acima das necessidades do público retorne ao emitente, para ser destruída. Em relação a isso Barger (1964: 249) lembra que:

"A idéia é atrativa, mas na minha opinião, seus proponentes subestimam as forças que provocam um excesso de emissão. Certamente a facilidade do resgate seria a chave do sucesso e qualquer medida que facilitasse o resgate ajudaria a prevenir as crises. (...) Mas a experiência do século XIX demonstrou, claramente, que isto seria um processo lento, muitas vezes tão dilatado a ponto de permitir o excesso de emissão e conseqüentemente a crise."

Aglietta (1991) também aponta algumas dificuldades para o funcionamento desse modelo. A concorrência força os bancos a fazerem empréstimos não negociáveis e arriscados, aceitando engajamentos sem garantia de encaixe. Um sistema com posições bilaterais e reservas descentralizadas tem necessidade de montantes elevados de reservas, para garantir a segurança dos pagamentos. A isso se juntam os riscos morais, pois circula uma multidão de moedas emitidas por bancos, cuja solvabilidade os clientes não podem avaliar. Existe ainda o Estado, como um cliente especial, que fortalece os bancos com quem negocia, acabando por desequilibrar a concorrência, pois suas moedas adquirem uma qualidade superior.

Dessa forma, o modelo de bancos livres, se implementado, tende a evoluir na direção de uma hierarquia bancária, passando pela formação de clubes bancários regionais, localizados nas praças financeiras mais importantes e organizados ao redor de casas de compensação. O resultado final desse processo de

centralização, como a história indica, é a formação de um BC com o monopólio de emissão.

Como vimos, os bancos centrais, como instituições, resultaram da interação entre o processo evolutivo da estrutura dos bancos e a intervenção estatal. Mais precisamente, sua origem e evolução históricas acompanham a evolução do padrão metálico na direção de um padrão fiduciário inconvertível. Ou seja, os BCs existem, porque o dinheiro, especialmente na sua forma fiduciária de dinheiro de crédito ou de curso forçado, não é auto regulável.

Os sistemas monetários modernos são hierarquizados e centralizados em torno de um banco central. Os meios de pagamento estão indissolúvelmente ligados a uma unidade de contas puramente nominal e devem ser interconvertíveis na moeda fiduciária ao par e sem limites. A unidade de contas define-se juntamente com a regra de emissão da moeda fiduciária. Os meios de pagamento não obedecem ao critério dos *real bills* e o critério de sua emissão é a riqueza futura antecipada. Portanto, não há ponto de equilíbrio que decorra das racionalidades individuais. Não há "lei de refluxo" que impeça o excesso de emissão das moedas privadas.

Nessa perspectiva, imaginar que o resultado final do processo de liberalização bancária e financeira das últimas décadas seja a criação de um sistema de *free banking* e de moedas privadas significa desconhecer a evolução histórica e as razões, que deram origem aos bancos centrais. Como vimos, a centralização da emissão monetária nas mãos de uma instituição central constitui o último passo de um longo processo evolutivo e não o resultado do puro arbítrio estatal. Desconhecer esse fato sugere uma quebra da lógica na interpretação do processo

evolutivo das instituições bancárias na direção de um sistema centralizado, cujo pivô é o banco central.

No entanto não é assim que pensam os proponentes atuais das moedas privadas e do sistema de livre organização bancária. Para justificar seus modelos teóricos, mencionam dois exemplos históricos de funcionamento dos *free banking*, como prova de sua viabilidade prática nos dias de hoje. Esses exemplos são: o caso escocês, que vigorou de meados do século XVIII até o Banking Act de 1844 e a Free Banking Era, entre 1837 e 1863, nos Estados Unidos. O argumento liberal é simples: os *free banking* fracassaram porque o Governo interferiu em sua organização, favorecendo a criação dos bancos centrais, por razões políticas. Nosso contra-argumento procura mostrar o contrário, ou seja, que os BCs são o resultado das crises bancárias, do fracasso dos bancos livres e da conseqüente necessidade da intervenção estatal.

Com a finalidade de mostrar as particularidades daqueles exemplos históricos e o irrealismo de sua aplicação nos dias atuais, vamos fazer uma breve análise dessas duas experiências.

- O modelo escocês

O sistema bancário escocês estava estruturado em torno de três grandes bancos por ações, autorizados a funcionar por lei do Parlamento: o Banco da Escócia, criado em 1695, um ano depois do Banco da Inglaterra, o Real Banco da Escócia, criado em 1727; e o British Line Company, criado em 1746. Depois desse ano, os bancos não precisavam mais de carta-licença para serem criados, pois podiam ser estabelecidos, de acordo com as leis ordinárias, como qualquer outra firma.

Em 1826, havia na Escócia 36 bancos: três criados por carta-licença do Parlamento; 22 bancos, por ações; e 22 privados. Desse total, 19 eram bancos de emissão, mas 46,7% das notas em circulação pertenciam aos quatro bancos maiores, o que demonstra a estrutura centralizada desse sistema. Este também é o testemunho insuspeito de Vera Smith (1936: 26), para quem os negócios bancários da Escócia ficaram "nas mãos de algumas companhias de tamanho e força consideráveis", pois, "(...) muitos dos pequenos bancos saíram do negócio e seu lugar foi ocupado por bancos por ações ou bancos privados com grandes recursos de capital."

Para Kindleberger²⁴ (1984), os três grandes bancos da Escócia eram considerados bancos públicos, que exerciam uma espécie de regulação privada sobre o sistema²⁵.

Além dessa estrutura bancária oligopolizada (Goodhart, 1985: 62), outros fatores foram decisivos para a relativa estabilidade do sistema escocês: primeiro foi a pouca importância dos depósitos nesses bancos, pois o fator de maior instabilidade, gerador de corridas e pânico bancários, são os depósitos e não os bilhetes; depois,

"Uma característica muito importante dos bancos escoceses, que explica, em grande parte, o êxito do sistema, é que os acionistas dos bancos tinham, em geral, responsabilidade ilimitada. Quer dizer, respondiam com todos seus ativos ante uma quebra do banco." (Ossa, 1992: 18).

²⁴ Kindleberger não concorda com as afirmações de que houve poucas quebras de bancos na Escócia, a exemplo de outros países, pois a quebra de três bancos escoceses em 1830 representou praticamente a mesma proporção que a quebra dos 73 bancos ingleses em 1825, pois na Escócia havia ao todo 36 bancos e na Inglaterra, 770.

²⁵ "Com efeito, na Escócia existiam três grandes bancos que atuavam como 'banqueiros' dos demais bancos. Esses últimos mantinham, em suas reservas, ouro e bilhetes dos bancos dominantes, os quais realizavam, em parte, a função de bancos centrais, exercendo controle sobre os demais bancos." (Ossa, 1992: 18).

"Finalmente, é duvidoso se, sob as condições do padrão-ouro, tanto o sistema bancário canadense, quanto o escocês podem ser considerados independentes de Nova York e de Londres." (Goodhart, 1985: 62)

Goodhart está afirmando que o propalado modelo escocês de bancos livres, na realidade, se apoiava na retaguarda financeira do Banco da Inglaterra, da mesma forma como o modelo de bancos livres do Canadá se ancorava nos bancos de Nova York e como o da Suíça, no Banco da França.

Foi essa particular combinação de fatores que fez funcionar o modelo escocês de bancos "livres". Por isso, invocá-lo como exemplo de organização bancária para os dias de hoje parece desprovido de qualquer fundamento teórico e histórico. Mais que isso, essa experiência, em vez de comprovar a não-necessidade de uma instituição central, ao contrário, demonstra como esse sistema gera endogenamente uma estrutura centralizada e hierarquizada, para garantir seu funcionamento e sua estabilidade.

- O modelo americano

O período de 1837 a 1862 é denominado de Free Banking Era, nos Estados Unidos, pois, na ausência de leis federais, a criação de bancos e a emissão de notas eram consideradas livres; a fraca legislação dos Estados costumava não ser cumprida. O período era considerado como caótico por alguns e equilibrado por outros.

Por esses motivos, diferentemente do caso escocês, existe mais controvérsia a respeito do caso americano. Vera Smith não o

qualifica como exemplo de *free banking*. A visão dominante é que foi uma experiência fracassada. Alguns autores, como Rolnick e Weber (1984), tentam resgatar sua validade, apontando as restrições legais como as verdadeiras causas de seu fracasso. Como assinala Ossa (1992: 18), uma diferença muito importante, com respeito ao exemplo escocês de bancos livres, é que os acionistas dos bancos norte-americanos só respondiam pelo banco até o montante do capital investido. Além disso, nos Estados Unidos, os depósitos eram mais importantes que a emissão de bilhetes, e os pânicos bancários estão mais associados às corridas pela conversão dos seus depósitos do que à conversão de bilhetes em moeda metálica.

Após a extinção do Second Bank of United States, deixou de existir lei bancária federal, e as concessões ficaram sendo atribuição dos Estados. Todos os bancos nos Estados pagavam uma taxa de licença, cuja concessão dependia das boas relações políticas.²⁶ Para corrigir esses abusos, muitos Estados começaram a liberalizar a criação de novos bancos, estabelecendo apenas algumas leis para regular seu funcionamento.

Em princípio, essas leis deveriam assegurar o bom funcionamento desse sistema de livre atividade bancária. Entretanto, não é isso que a história bancária desse país demonstra. Em muitos Estados, essas leis não eram cumpridas e, dessa forma: "Qualquer caloteiro poderia tornar-se um banqueiro em Michigan" (Meyer, 1982: 257). A proliferação de bancos foi muito grande, chegando ao número de 1.600 em 1860.

O período é caracterizado como caótico, pois, sem uma instituição reguladora, que unificasse a moeda circulante, havia diferentes notas bancárias em circulação ao mesmo tempo, com

²⁶ Como informa Meyer (1982: 256): "Embora não seja universalmente verdadeiro, os bancos eram meios de recompensar amigos e punir inimigos políticos."

preços diferentes e, sem uma unidade de conta, para regular o câmbio entre elas, ficava difícil saber o valor do dinheiro, além de haver falências bancárias periódicas e perdas substanciais aos credores dos bancos (Rolnick & Weber, 1984).

Face a essa situação, e sem a existência de um banco central, o sistema bancário procurou criar mecanismos cooperativos, centralizados em torno dos maiores bancos nos centros financeiros mais importantes, com o objetivo de garantir alguma funcionalidade ao mesmo. Além das *clearinghouses*, os exemplos mais importantes desses mecanismos de defesa foram: primeiro, o caso do Suffolk Bank, de Boston, que funcionava como uma verdadeira central de depósitos de reservas e compensação de notas de outros bancos menores; segundo, os esquemas de seguros bancários criados pelos bancos de Nova York, como o Safety-Fund, criado em 1829, um verdadeiro precursor da Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), pelo qual se garantiam os direitos dos depositantes e acionistas dos bancos associados. Porém, como o seu funcionamento passou a afetar a rentabilidade dos bancos, além de criar "riscos morais", ele foi dissolvido em 1863, com a criação do National Banking Act. Este colocou um fim à experiência de liberdade nos negócios bancários nos Estados Unidos, criando bancos de caráter nacional, com o objetivo de buscar maior estabilidade do sistema bancário e a necessária unificação da moeda nacional.

Como podemos ver, os exemplos históricos de *free banking*, que analisamos, ou funcionaram em situações especiais, através de uma estrutura hierárquica, como o caso escocês, ou fracassaram, como foi o modelo americano. Esses exemplos históricos podem ser utilizados não para justificar a recriação do sistema de bancos livres, mas, ao contrário, para indicar como evoluíram, a exemplo das câmaras de compensação, em direção ao sistema de bancos centrais. Por isso, propor esses modelos históricos de organização bancária, que já não funcionaram num

contexto extremamente mais simples, como solução aos complexos problemas monetários contemporâneos, significa contrariar a própria lógica da evolução histórica.

1.2.3 - Das *clearinghouses* aos bancos centrais

O objetivo desse tópico é reforçar nosso argumento sobre a origem dos bancos centrais, a partir de uma análise da organização e das atividades das *clearinghouses Associations*. Mais que isso, o exemplo das *clearinghouses*, ou Câmaras de Compensação (CC), nos Estados Unidos demonstra que o mercado produz não apenas organizações ou esquemas cooperativos para enfrentar suas próprias imperfeições, mas inclusive instituições hierarquizadas, com poder discricionário, semelhantes aos próprios bancos centrais. Elas representam o caminho percorrido pela centralização bancária antes da formação dos bancos centrais²⁷.

As CC foram o mais avançado dos mecanismos cooperativos inventados pelo mercado para fazer face aos pânicos bancários ocorridos no século XIX e no início do século XX. A primeira câmara de compensação foi estabelecida, em 1853, pelos bancos da Cidade de Nova York e era simplesmente um lugar onde se realizavam as trocas entre os bancos de uma mesma praça. Seu objetivo era, de início, economizar meios de pagamento. No entanto, através de um processo evolutivo, elas se transformaram em verdadeiros organismos coletivos, cujo objetivo era proteger seus membros contra as crises bancárias.

²⁷ "Este processo natural de centralização recebeu um novo ímpeto em muitos países, pela necessidade do Estado de usar um banco para desempenhar certas funções financeiras para si mesmo, como a emissão de notas, reter depósitos, fazer pagamentos e conseguir empréstimos internos e externos." (Goodhart, 1985: 47).

As formas e os instrumentos de controle que as CC exerciam sobre os bancos-membros são sintetizados por Gorton:

"Por outro lado, a entrada na câmara de compensação era criteriosa e os membros eram regulados. Havia exigências de capital e de reservas, restrições de taxas de juros, auditorias regulares e meios de informação para assegurar a confiança. Esses esforços objetivavam assegurar que os membros não tirassem vantagens da assimetria de informações, com o objetivo de reduzir o lastro dos seus depósitos. Por outro lado, na medida em que os depósitos eram de diferentes qualidades, as câmaras de compensação assinalavam isto ao público, exigindo dos membros que publicassem itens de seus balanços, para que o público pudesse ajustar seus haveres nos bancos. Ameaças de expulsão da casa de compensação eram um potente mecanismo de enquadramento" (Gorton, 1985: 279).

Durante os pânicos bancários, as CC sofriam profundas transformações em sua estrutura, atuando como um organismo único e coeso e, assim, ganhando nova envergadura, para enfrentar as crises:

"Quando ocorria um pânico, a estrutura das atividades bancárias ficava radicalmente alterada pela metamorfose da câmara de compensação numa organização semelhante a uma única firma, unindo os bancos-membros numa estrutura hierárquica, encabeçada pelo comitê da câmara de compensação" (Gorton, 1985: 280).

A formação da nova entidade ficava claramente assinalada pela suspensão dos balanços dos bancos individuais e pela publicação do balanço do agregado dos bancos membros, o que era também acompanhado pela suspensão da conversão dos depósitos em moeda. Passado o pânico, as CC voltavam à sua forma anterior. Nessas ocasiões, as CC emitiam certificados de empréstimo²⁰, que

os bancos recebiam em troca de ativos e que podiam usar no processo de compensação, liberando o ouro para as demandas do público. Quando o ouro não era suficiente, as CC entregavam certificados diretamente ao público, que os aceitava por ser um direito sobre o conjunto dos bancos e não apenas sobre um banco particular. Se, após o pânico, os bancos não pagavam os certificados, eram expulsos ou liquidados de forma ordenada, e os demais bancos absorviam as perdas na proporção de seu capital. Outro mecanismo usado pelas CC era a suspensão da conversibilidade de todos os bancos, como forma de ação coletiva para enfrentar pânicos bancários.

As CC dos Estados Unidos experimentaram oito pânicos bancários, antes da criação do Fed. Elas permitiam enfrentar os três maiores problemas dos bancos nesse período: o perigo de uma corrida bancária, o risco do excesso de emissão e as quebras desordenadas.

Se as CC eram tão eficientes, cabe perguntar, então, porque essa organização produzida endogenamente pelo sistema bancário, mesmo com todo o poder de que dispunha, para enfrentar as crises e assegurar a estabilidade dos bancos, foi substituída pelo sistema de Bancos Centrais?²⁹

Autores liberais, como Timberlake, sugerem que as CC foram extintas devido à intervenção governamental. A verdadeira razão da substituição das CC por um BC, porém, encontra-se na própria natureza privada e no conflito de interesses interno a essas organizações.³⁰ Como vimos no estudo sobre a origem dos BCs, o conflito de interesses dos acionistas dos respectivos bancos e o

²⁹ A pergunta é, efetivamente, levantada por Timberlake: "Por que um banco central do governo foi sobreposto às atividades bancárias, quando o método das câmaras de compensação foi provado ser tão efetivo?" (Timberlake, 1984: 14)

interesse destes últimos em atuar como BCs foi um componente decisivo no processo de sua transformação. Nesse sentido, apesar de as CC terem introduzido uma racionalidade coletiva nos meios de pagamentos, ela era uma racionalidade coletiva truncada e "(...) uma racionalidade coletiva truncada é globalmente ineficaz no domínio dos bens públicos (...)" (Aglietta, 1991: 12), de forma que seu caráter privado as tornava impotentes, para assumir as funções básicas de BCs em dois pontos essenciais: "(...) manter uma oferta elástica de um meio de regulação único e assumir a responsabilidade de um prestador de última instância" (Aglietta, 1991: 13).

Com efeito, emprestar em última instância, em momentos de crise, constitui uma ação que vai além da pura lógica do mercado, o que requer uma instituição de caráter público, como o banco central, superior às organizações coletivas de caráter privado. O caso das CC nos Estados Unidos é exemplar a esse respeito. Pertencer ou não a uma CC era uma barreira à entrada e um fator de desigualdade na concorrência. As CC só protegiam os bancos associados, deixando os *country banks* vulneráveis às crises, o que provocava um fracionamento no sistema de pagamentos. Talvez por isso, apesar do importante papel que desempenharam, as CC nunca conseguiram impedir as crises financeiras nos Estados Unidos.

Uma última questão refere-se ao poder de arbítrio das CC. Há divergências entre os autores que analisam sua evolução. Para Timberlake, por exemplo, o Fed não é o desdobramento da evolução

³⁰ Goodhart coloca uma série de argumentos que mostram a impossibilidade de um livre sistema bancário organizar esquemas de proteção inteiramente privados, sem o concurso de um banco central. Inicialmente, ele se pergunta:

"Como poderia uma instituição de seguro privado estar apta para impor sua autoridade sobre seus membros sem apoio oficial e legal? Ela podia ameaçar de retirar a proteção, mas isto poderia ser visto como uma atitude muito drástica. O perigo de uma agência privada de seguro ser 'capturada' por seus maiores clientes poderia ser maior do que no caso de uma agência pública." (Goodhart, 1985: 70).

das CC, porque sua criação introduz um elemento novo, o poder político discricionário que não existia nestas últimas³¹. Para Gorton³², no entanto, as CC não só desempenharam funções típicas de um BC, mas também agiam de forma discricionária:

"Na verdade, pelo início do século XX, as casas de compensação assemelhavam-se mais a bancos centrais. Elas admitiam, expulsavam e puniam seus membros; elas impunham tetos de preços, capital mínimo e encaixes de reservas. Finalmente, elas emitiam dinheiro e proviam uma forma de seguro durante os pânicos" (Gorton, 1985: 283).

Vemos, assim, que as respostas criativas dadas pelo mercado foram importantes, mas insuficientes para superar as crises monetárias, enquanto permaneciam como organismos privados. As CC estão na gênese dos BCs, mas, na sua metamorfose em BCs, processa-se também uma transformação de sua natureza, porque a função de BC é incompatível com o objetivo do lucro. As CC foram transformadas em bancos centrais não porque teriam perdido a racionalidade do mercado mas, ao contrário, como salientou Aglietta (1991), porque, enquanto organismos privados, sua racionalidade era insuficiente para atuar como bancos centrais. Os BCs assumem um caráter público e, dessa forma, uma racionalidade que extrapola a racionalidade do mercado. O elemento decisivo nessa passagem não é o poder de arbítrio que caracteriza as ações dos BCs, pois as CC também agiam dessa forma, mas a mudança de natureza, exigida pelo desempenho de uma

"(...) no século XIX, as discussões centravam-se sobretudo em torno da questão se a disciplina do mercado imposta por uma bem-funcionante câmara de compensação seria suficiente para manter o sistema bancário em ordem. (...). Por várias razões, esta disciplina não foi capaz de impedir ciclos bancários e crises financeiras" (Goodhart, 1985: 9)

³¹ "A alternativa do Federal Reserve era radicalmente diferente do sistema das câmaras de compensação. Ele introduziu um elemento político discricionário nas tomadas de decisão sobre moeda e, com isso, divorciou a autoridade, que determina o comportamento do sistema daquela que tem um interesse próprio em manter sua integridade" (Timberlake, 1984: 15).

³² "De fato, é quase literalmente verdadeiro que o Federal Reserve System, como foi originalmente concebido, foi simplesmente a nacionalização do sistema das casas de compensação" (Gorton, 1985: 277).

função pública, a regulação do sistema de pagamentos. Esse processo fica mais claro, quando se analisa a evolução das funções dos BCs. É este o tema do próximo item.

1.2.4 - Dos bancos do governo aos bancos centrais

Neste item, analisamos a gênese dos BCs através da evolução de suas funções básicas: inicialmente, a função de banco do governo; depois, banco de emissão e guardião das reservas; finalmente, as funções de redesconto e de prestador de última instância. É esta última função que consolida o papel de banco dos bancos, ou seja, de banco central.

Qual a lógica interna que comanda essa evolução? Nossa hipótese é que foi a evolução do padrão metálico ao padrão fiduciário de moeda inconvertível. Com efeito, Timberlake (1978: 209) sugere que: "Os padrões metálicos não requerem bancos centrais ou outras formas de intervenção governamental".

Como entender essa afirmação, se os BCs começaram a existir e a desempenhar suas funções ainda no século XIX, em plena vigência do padrão ouro? A regra básica do padrão metálico, que regulava a emissão bancária, era a da convertibilidade dos bilhetes de banco em ouro e o banco central começava a agir justamente nos momentos em que essa regra básica era quebrada, quando os bancos não podiam resgatar suas notas e a convertibilidade era suspensa. Foi a necessidade de intervir para garantir o resgate das notas bancárias que forçou os BCs a desempenharem sua função básica de prestadores de última instância. A existência dessa função expressa, na realidade, a ação de um Estado capitalista administrando, através do banco central, as crises decorrentes dos impactos desorganizadores da concorrência intercapitalista pela disputa da riqueza na sua

forma monetária e financeira. As recorrentes crises de conversibilidade provocadas pelo excesso de emissão de papel-moeda, ou de dinheiro de crédito, foram destruindo o padrão-ouro e criando um padrão-papel inconversível. É nesse processo que está a gênese da função dos BCs de ser garantia de última instância do jogo privado dos bancos, com o objetivo de aumentarem sua participação na riqueza.

Acompanhemos ainda o raciocínio de Timberlake. Ele sugere a existência de quatro estágios do controle monetário. No primeiro, haveria um completo *laissez-faire*; no segundo, dominariam as regras de um padrão metálico; o terceiro seria um padrão misto, metálico e papel conversível. "O quarto estágio do controle monetário aparece quando as regras do padrão-metálico auto-regulado são abandonadas e o banco central adquire completa discricção sobre a quantidade de dinheiro que entra no sistema monetário" (Timberlake, 1978: 209).

Sua conclusão é extremamente elucidativa: "O controle monetário surgiu primeiramente porque o papel-moeda não era resgatável em espécie. Se ele não era mais conversível, o sistema monetário não poderia ser auto-regulável. Se ele não era mais auto-regulável, alguém deveria regulá-lo." (Timberlake, 1978: 216). Ferreira e Freitas também sugerem que a evolução das funções dos BCs acompanha a evolução das funções da moeda do crédito:

"As funções, que hoje são associadas aos bancos centrais, surgiram e evoluíram com o desenvolvimento econômico e com a diversificação dos sistemas financeiros domésticos, acompanhando a evolução das funções da moeda e do crédito. No século dezoito, quando a moeda era, essencialmente, meio de troca e referencial dos preços, a principal atribuição do banco especial de emissão, a par de financiar o Tesouro, era garantir a elasticidade da circulação monetária. No século dezenove e nas primeiras décadas deste século, o desenvolvimento do crédito bancário e

a diversificação do sistema financeiro conduziram ao surgimento de novas funções de banco central, associadas à necessidade de garantir a liquidez e a solidez de sistema bancário. Nessa fase, os bancos centrais passaram a desempenhar o papel de guardião das reservas bancárias, de banco dos bancos, de *lender of last resort*, de gestor do sistema de pagamentos e de supervisor das atividades bancárias" (Ferreira e Freitas, s/d: 11).

Vejamos como evoluíram as funções básicas que deram origem aos bancos centrais.

- Banco do governo, banco de emissão e guardião das reservas

Embora essa três funções, estreitamente correlatas, não sejam ainda funções típicas de um banco central, elas foram decisivas na gênese dos primeiros BCs, porque estabeleceram as bases de seu relacionamento com os demais bancos. Com efeito, a primeira função de um BC foi a de ser banco do governo.³³ Como banco do governo, o BC faz empréstimos, coleta e antecipa receitas, administra a dívida pública e repassa parte de seus lucros ao governo. Porém, para desempenhar a função de banqueiro do governo não há necessidade de um BC, pois ser banqueiro do governo não é necessariamente uma função pública, tanto que os primeiros bancos que a desempenharam eram simplesmente bancos comerciais, de caráter privado, embora muitos deles tivessem direções estatais. Mas um BC já não pode, por natureza, ser também um banco comercial, porque o objetivo do lucro é incompatível com sua função básica de banco dos bancos, como salienta, acertadamente, Timberlake (1978: 210):

³³ "Na primeira metade do século XIX considerava-se que a característica principal de um banco central residia em suas relações com o governo e na sua privilegiada posição como (monopolista) emissor de notas: mas, em suas funções bancárias, geralmente ele era considerado como sendo e atuando apenas como um banco

"Um banco público - aquele que age como agente fiscal do governo - poderia funcionar também como um banco comercial; mas um banco central, que fosse também uma empresa mercantil maximizadora de lucro, teria dificuldade."

Como bancos do governo, os primeiros BCs tornaram-se bancos de emissão. A função de emitir bilhetes era tão essencial a esses bancos governamentais que, até o início deste século, eles eram mais conhecidos como bancos de emissão, nome que muitos conservam ainda hoje. A emissão de moeda metálica sempre foi considerada uma prerrogativa da qual os Estados nunca abriram mão, mas o mesmo não aconteceu em relação à emissão de bilhetes, talvez por estes não serem considerados dinheiro de verdade, pois sua emissão era feita inicialmente por muitos bancos, sem qualquer permissão governamental. Entretanto, com o aumento dos bancos emissores:

"(...) a necessidade de uniformizar a emissão de bilhetes e a de melhorar a regulação da circulação monetária fizeram com que quase todos os países concedessem a um banco um monopólio completo de emissão, ou um monopólio parcial, (...)" (Koch, 1946: 27).

Essa etapa foi alcançada em 1814, na Holanda; em 1844, na Inglaterra; em 1848, na França; em 1876, na Alemanha; em 1897, na Suécia; em 1914, nos Estados Unidos; em 1926, na Itália; e, em 1935, no Canadá. Em casos como o da Suécia e o da Inglaterra, o monopólio de emissão foi concedido aos primeiros bancos por ações, mas, em outros países, foram criados bancos novos, justamente com o objetivo de unificar a emissão monetária, como foi o caso do Reichsbank, em 1875. Em todos os casos, o banco que recebeu esse monopólio transformou-se em banco central, ou seja, a função de monopólio de emissão foi um fator decisivo na

concorrente entre os demais. Este conceito do papel de um banco central foi codificado no Ato do Banco da Inglaterra de 1844." (Goodhart, 1985: 52).

transformação de um banco em banco central. Nas palavras de Goodhart (1989: 89):

"Sua privilegiada posição legal, como banqueiro do governo e como emissor de notas, levou então, naturalmente a uma centralização das reservas do sistema bancário nas mãos do banco central, de modo que ele tornou-se banco dos bancos."

Havia, ainda, o problema da elasticidade do meio circulante. As crises de liquidez enfrentadas pelos bancos privados emissores, em geral, consistiam na sua incapacidade de regular o meio circulante tanto pelo excesso quanto pela falta do mesmo. A concentração da emissão nas mãos de um único banco começou a gerar, desde o início, a preocupação com o controle desse poder de emissão. As regras de controle foram muitas e, em geral, tiravam a necessária elasticidade da oferta monetária. Este foi um dos problemas mais importantes que os bancos centrais tiveram que enfrentar ao longo de sua história. A preocupação sempre foi encontrar um método que garantisse tanto a elasticidade quanto a segurança dos bilhetes emitidos. Como regra geral, houve uma recorrente falta de liquidez em todos os países, de forma que todas as regras de controle da emissão foram sendo rompidas pela necessidade de garantir a elasticidade exigida pelas demandas da economia.

Além do monopólio da emissão, e até como consequência dele, o fator decisivo para a conversão do Banco da Inglaterra em Banco Central foi a centralização das reservas dos demais bancos comerciais. Essa transformação se deu não através de um ato legal, mas, sim de um processo evolutivo, estreitamente associado a suas funções de banco de emissão e de banqueiro do governo.³⁴

Na Inglaterra, ainda no século XVIII, os bancos privados descobriram a vantagem de ter uma conta no Banco da Inglaterra, devido à maior confiança e à mais ampla circulação de seus bilhetes. Essa tendência se acentuou com o tempo, a ponto de virar tradição confiar-lhe seus saldos. Os novos bancos por ações, autorizados após 1826, também adotaram a mesma prática, que se consolidou com a abertura de agências regionais e, mais ainda, em 1854, quando ele assumiu a função de banco de compensação. O exemplo inglês foi seguido por outros países. Conforme assinala Koch (1946: 78): "Na realidade, a custódia das reservas foi parte integrante da evolução desses bancos até sua posição de bancos centrais".

- Banco de redesconto, garantia de última instância
- e banco dos bancos

A concentração das reservas nas mãos de um único banco era feita, inicialmente, por motivos de segurança e de economia. Mas, na verdade, as reservas concentradas assumem um novo poder, pois formam uma estrutura muito mais ampla e mais elástica de crédito, do que se estivessem pulverizadas em muitos bancos comerciais. Foi esse fato, na realidade, que originou as novas funções de redesconto e de emprestador de última instância, fatores decisivos da formação dos bancos centrais.

O redesconto é uma das principais funções dos BCs, pois é através dele que o BC amplia as condições de liquidez do sistema

³⁴ Nos primeiros tempos, "(...) a noção de banco central e a de banco de emissão estão estreitamente ligadas nos espíritos. Por serem bancos de emissão era que o Banco da Inglaterra e o da França haviam se tornado bancos centrais; tal é a convicção geral" (Rist, 1945: 458).

No entanto: "A medida que o sistema de cheques e transferências se estendeu por todos os países anglosaxões, esta distinção entre o procedimento de emissão e a função de Banco Central apareceu cada vez mais clara. (...)

"Assim, desenvolveu-se pouco a pouco, entre 1870 e 1914 a idéia de que os Bancos Centrais de emissão eram e deviam ser primeiro e antes de tudo 'bancos centrais de reserva'." (Rist, 1945: 459).

bancário, refinanciando suas posições. Inicialmente, o redesconto só era aplicado às letras comerciais, com destaque para as letras de câmbio, que deveriam ser *real bills*, ou seja, ter origem numa operação econômica. Mas os instrumentos utilizados para as operações de redesconto evoluíram com o tempo, e as letras comerciais foram cedendo seu lugar às letras do Tesouro, à medida que a dívida pública cresceu de forma significativa e generalizada.

É importante ressaltar a transformação ocorrida no objetivo da função de redesconto, tal como ocorreu em relação às reservas bancárias. Tanto num como noutro caso, o objetivo inicial, que era garantir liquidez ao sistema bancário, transformou-se em instrumento de controle da moeda e do crédito. Através da manipulação das taxas de juros cobradas no redesconto e através da seleção dos papéis que aceita descontar, o banco central pode interferir nas condições gerais de liquidez da economia e redirecionar o crédito para as atividades que deseje priorizar. Ou seja, para controlar a liquidez, o BC pode utilizar taxas de juros punitivas e para redirecionar o crédito, taxas favorecidas em relação às taxas do mercado.

As responsabilidades com o setor público e a posição central no sistema bancário reforçaram-se mutuamente e contribuíram para a transformação dos bancos centrais em LLR, cujo objetivo é prevenir crises de liquidez e manter a estabilidade do sistema de crédito.³⁵

Embora a função de LLR possa ser considerada uma extensão da função de redesconto ou ser exercida através dele, há uma

³⁵ "A solidez e a flexibilidade inerente a um banqueiro do governo transformaram o banco central, de fato e de direito, no depositário último das reservas líquidas de outros intermediários e estabeleceram a função de banco dos bancos" (Ciocca, 1987: 6).

diferença entre elas, que não envolve apenas um problema de grau, pois, enquanto a função de redesconto é uma operação de rotina dos BC, a de LLR está associada a intervenções especiais em momentos de crise, e, por isso, ela possui uma "base discricionária", que contraria a lógica do comportamento de um banco comercial, movido pelo objetivo do lucro. O comportamento lógico dos bancos comerciais seria não emprestar nessas circunstâncias, devido ao alto risco da operação. É por esse motivo que muitos autores consideram o papel de prestador de última instância, como a função definidora da natureza dos bancos centrais. O principal dilema do banco central, como LLR, é o "risco moral", ou seja, que a garantia do socorro nos momentos de dificuldade pode contribuir para afrouxar a disciplina do mercado e incentivar ações de risco por parte dos bancos comerciais. Como decorrência do "risco moral", os BCs são compelidos a assumir novas funções de controle e supervisão dos bancos.

A natureza da função de LLR remete à nossa hipótese de que a gênese dos BCs está associada e acompanha a evolução do padrão monetário. A necessidade de uma garantia de "última instância" decorre da especificidade do dinheiro de crédito, emitido pelos bancos. Como o poder da iniciativa de emitir dinheiro de crédito não pertence ao banco central, este não pode garantir "em primeira instância" a qualidade desse dinheiro privado de crédito. O que define um banco central é sua qualidade de prestador de última instância, ou seja, uma função exigida pelo dinheiro de crédito, cuja validação depende da geração de um valor futuro e não mais da sua conversibilidade num metal estocado como reserva. Resumindo, um banco só é plenamente banco central, quando assume a função de prestador de última instância, quando é banco dos bancos, e não quando é apenas banco do governo.

Isso indica a plena vigência de um padrão fiduciário de moeda inconvertível, onde a regra da conversibilidade deixou de impor restrições, tanto às emissões de dinheiro privado de crédito dos bancos, como de dinheiro de curso forçado do banco central. Um sistema monetário de crédito puro torna indispensável a existência de um banco central, como garantia de "última instância".

Essa metamorfose final dos BCs define também sua natureza ambivalente, caracterizada por suas relações com o governo e, ao mesmo tempo, por sua condição de banco dos bancos. Eles se situam numa posição mediadora entre o governo e os bancos, com a função de controlar a moeda e o crédito.

1.3 - A natureza ambivalente dos bancos centrais

Vera Smith conclui seu livro *The Rationale of Central Banking*, propondo um reexame das razões históricas que levaram à criação dos bancos centrais. Sua conclusão maior foi a de que a racionalidade dos BCs residia na motivação política e, como não havia uma razão teórica que justificasse sua existência, propôs que o sistema de BCs fosse substituído pelo sistema de bancos livres.

Nosso esforço inicial foi tentar evidenciar, a partir de uma análise da sua evolução histórica, as razões teóricas que justificam a existência dessas instituições centrais do sistema monetário e financeiro e, com isso, poder mostrar o irrealismo dos seguidores atuais de Vera Smith, que defendem o retorno da livre organização bancária e a substituição da moeda central pelas moedas privadas. Não se trata, evidentemente, de negar o fato de que existem muitas formas de moeda privada, mas sim de reafirmar o princípio de que o dinheiro é, por natureza, social

e que, por isso, as moedas privadas não subsistem sem uma referência ao dinheiro emitido pelo BC, enquanto forma social do valor. Ou seja, o fato de o dinheiro estar largamente privatizado não contradiz nossa tese de que todas essas formas de dinheiro privado não podem existir sem uma referência ao dinheiro central, pois este se constitui numa instância necessária do processo de validação das moedas privadas.

O resultado de nossa análise histórica, contudo, não revelou apenas as razões históricas e teóricas da existência dos BCs e a impossibilidade do sistema de bancos livres, mas também aspectos fundamentais de sua natureza ambivalente, que resultaram de sua evolução histórica. São esses aspectos que desejamos ressaltar.

A análise da evolução das funções dos BCs mostrou que a metamorfose dessas instituições, de banco do governo a banco dos bancos, foi um processo longo, muitas vezes secular, quase sempre permeado por muitos conflitos de interesses. Em alguns casos, como o do Banco da Inglaterra e o do Banco da França, esses conflitos acompanharam a transformação das próprias instituições. Em outros, como o do Fed e o do Reichsbank, a história dos conflitos antecedeu à sua criação, pois eles já foram criados como BCs. O caso do Banco Central do Brasil incorpora elementos dos dois processos, pois os conflitos antecederam sua criação legal e se prolongaram, depois, ao longo de sua evolução institucional.

O resultado final de todos esses casos nacionais revela, porém, uma mesma racionalidade que marca a existência dos BCs, como instituições singulares, caracterizadas por relações estruturais com o governo e com o sistema privado de crédito. Ao assumirem sua função básica, como banco dos bancos, os BCs não perderam sua função inicial de banco do governo. É por essa

razão que eles não podem ser considerados como simples órgãos governamentais, pois o fato de serem, antes de tudo, bancos e não apenas bancos, mas banco dos bancos implica que suas relações com o governo são afetadas pelo conflito que marca suas relações com o sistema de crédito. Queremos ressaltar que o caráter público dos BCs não decorre de sua inserção na estrutura estatal, mas, ao contrário, de sua relação com os bancos privados. É pelo fato de estarem no topo do sistema privado de crédito que não podem ser bancos privados e devem integrar a estrutura estatal, ou seja, é sua dimensão privada que lhes cobra uma ação de caráter público e não o fato de serem órgãos governamentais. Dizendo de outra forma, sua inserção no aparelho de Estado não é uma exigência de sua função de ser banco do governo, pois, esta pode ser exercida por bancos comerciais, como vimos na análise histórica, mas uma decorrência de sua função de banco dos bancos. Foi o exercício dessa última função que determinou a transformação dos bancos comerciais em bancos centrais. Por isso, é ela que explica a razão de ser e define a natureza dos bancos centrais.

Essas contradições, que caracterizam a natureza ambivalente dos BCs, decorrem de sua dupla inserção no aparelho estatal e no sistema privado de crédito. Analisar a natureza específica de suas relações com os bancos privados, por um lado, e com o governo, por outro, constituem os objetivos dos próximos dois capítulos.

CAPÍTULO 2 - AS RELAÇÕES DOS BANCOS CENTRAIS COM OS BANCOS:

OS DILEMAS DA GARANTIA DE ÚLTIMA INSTANCIA

"É possível analisar a autonomia do banco central, sem discutir os problemas de suas relações com o sistema bancário e, mais geralmente, com a estrutura do sistema financeiro e com sua evolução de longo prazo"? (Vicarelli, 1988: 11).

Esta pergunta sugere que a análise das relações entre os BCs e os bancos privados é fundamental para a análise da questão da independência, ou seja, uma análise da questão da independência dos BCs que contemple apenas suas relações com o governo, com base no controle da oferta de moeda, é uma análise muito limitada, pois não considera os efeitos das atividades financeiras sobre a criação de moeda e o controle monetário. Essa posição é coerente com o conceito de banco central, elaborado no capítulo anterior, e com a visão de dinheiro e de gestão monetária que procuramos explicitar neste trabalho.¹

É nessa perspectiva que nos propomos a analisar aqui a natureza das relações entre o BC e o sistema de crédito, através da evolução da teoria do prestador de última instância (*lender of last resort* - LLR). Nosso objetivo maior consiste em ver suas implicações para a questão da independência e para a gestão monetária. A idéia principal defendida aqui é que a natureza do papel de LLRs e o "risco moral", que lhes é inerente, definem as relações entre os BCs e os bancos privados como de mútua dependência. Em outras palavras, a natureza dessas relações é definida pela natureza do dinheiro de crédito.² Por um lado, os

¹ Procuramos fundamentar nossa visão de dinheiro sobretudo na obra de Max, sem desconsiderar, contudo, alguns aspectos importantes da obra de Keynes. Nossa visão teórica ficou muito enriquecida com a leitura do trabalho de Paulani (1991).

bancos e o dinheiro de crédito, que eles criam, exigem um banco central como LLR. Esta é a razão de ser dos BCs. Por outro, a garantia da ação do LLR cria um "risco moral", que torna os BCs reféns³ das estratégias dos bancos privados. É neste sentido que os BCs e os bancos são mutuamente dependentes.

As crises bancárias dos séculos passados mostraram, desde o início, a incapacidade de auto regulação dos bancos. Um sistema bancário, baseado em reservas parciais, sempre está sujeito a problemas de liquidez. Como vimos, foi essa incapacidade que deu origem aos próprios BCs. A par de cuidar das finanças do soberano, eles se tornaram, pouco a pouco, banco dos bancos, ou seja, fonte última de liquidez do sistema financeiro.

Já na sua formulação clássica, a noção de LLR implicava uma posição de poder e, ao mesmo tempo, de dependência dos BCs em relação ao sistema bancário. Mesmo quando o Banco da Inglaterra partilhava com os bancos privados o direito de emissão, ele devia garantir a conversibilidade das notas bancárias privadas. Com o monopólio da emissão, aumentava seu poder, mas também sua responsabilidade de garantir a oferta de liquidez, especialmente durante as crises.

A teoria clássica do LLR começou a ser elaborada por Thornton, no início do século XIX, em plena vigência do padrão metálico, a partir da posição especial que ocupava o Banco da Inglaterra no mercado monetário de Londres. Ele era o principal depositário das reservas de ouro e das reservas bancárias, não só da Inglaterra, mas de toda a Europa. Esta situação gerava a

² É nesse sentido que Patat define o banco central como uma garantia pública "da credibilidade dos bancos comerciais que criam a moeda escritural" (Patat: 1992: 5).

³ A necessidade de evitar o risco moral está associada à necessidade de "(...) evitar que o prestador de última instância seja refém dos seus beneficiários" (Aglietta, 1992a: 30).

responsabilidade de garantir a conversibilidade dos bilhetes dos bancos em ouro, responsabilidade esta que a direção do Banco relutava em assumir publicamente. Bagehot lutava para que ele assumisse publicamente essa função.

Os princípios básicos da teoria clássica do LLR eram: emprestar sem limites, mas com taxas punitivas, a instituições solventes, que tivessem problemas temporários de liquidez. Esses princípios rígidos, no entanto, foram sendo flexibilizados nas ações dos BCs do século XX. Já na crise bancária de 1931, a ação efetiva dos BCs rompeu os estreitos limites de atuação, definidos pela teoria clássica, e a assistência foi prestada inclusive às instituições insolventes. As reformas da década de 30, como o seguro de depósito e as medidas legais para isolar os bancos dos choques financeiros, ao lado da maior concentração bancária e da longa prosperidade posterior à Segunda Guerra, diminuíram a necessidade de atuação dos BCs como LLR. O predomínio da teoria "keynesiana" e, depois, da monetarista difundiu uma idéia de equilíbrio, que parecia ter abolido definitivamente a necessidade de um LLR. Mas isso era pura ilusão, pois o fim do auge cíclico, a partir da segunda metade da década de 60, trouxe de volta as crises bancárias e a instabilidade financeira. As intervenções do Fed e de outros BCs para socorrer bancos com problemas de liquidez, mas também bancos insolventes (Franklin National, Continental Illinois, Ambrosiano) reafirmaram a necessidade e contribuíram para consolidar o conceito moderno de LLR.

A teoria moderna do LLR é elaborada a partir da análise de Minsky sobre as crises financeiras, nos Estados Unidos, nas décadas 70 e 80. Estamos, agora, não mais na vigência do padrão-ouro do século XIX ou do padrão dólar-ouro do Acordo de Bretton-Woods, mas em plena vigência de um padrão fiduciário de moeda inconversível. Destaca-se aqui o papel estratégico que desempenham os bancos privados no processo de financiamento da economia capitalista. Sua agressiva busca de novas oportunidades de lucro transforma-os em forças instabilizadoras da economia. A

iniciativa de criar novas formas de dinheiro de crédito pertence, cada vez mais, aos bancos comerciais, e os BCs, forçados a bancar o jogo privado, são constantemente colocados em xeque. Essa é a posição central de Minsky. O núcleo central da teoria moderna de LLR tem as características básicas de: abrangência, garantia de intervenção e inexistência de regras.⁴

Os dilemas atuais da função de LLR dos BCs continuam sendo os antigos dilemas do "risco moral", já levantados por Thornton e Bagehot. Existe ainda o dilema colocado pela internacionalização da economia e dos mercados financeiros que criou um verdadeiro *free banking system* internacional, fora do alcance dos bancos centrais nacionais. Dessa forma, os BCs estão condenados a intervir como LLRs, pela própria natureza do dinheiro de crédito, privado e internacional.

São essas questões que desejamos investigar no presente capítulo.

2.1 - A visão liberal do *lender of last resort*

Os defensores da livre organização bancária, pela mesma razão lógica que negam a necessidade da existência dos bancos centrais, também não vêem motivo para a existência de qualquer outra instituição pública com a função de garantir a liquidez de última instância ao sistema bancário, pois negam a hipótese básica que fundamenta sua necessidade, ou seja, que um sistema bancário com reservas parciais seja essencialmente instável e sempre propenso a crises. Para essa corrente, os pânicos e crises não são inerentes ao sistema bancário em si mesmo, mas, ao contrário, decorrem das restrições legais que lhe são

⁴ "A regra é que não existem regras", diz Kindleberger (1992: 224).

impostas pelos próprios bancos centrais. A solução para o problema, portanto, não consiste em reforçar a ação de um LLR, seja ela desempenhada pelos BCs ou por qualquer outra instituição governamental, mas em eliminar o conjunto de restrições legais que impede o livre funcionamento e reduz a eficiência do mesmo sistema bancário. Nas palavras de Selgin:

"Neste artigo trato do argumento do emprestador de última instância, mostrando que sua hipótese fundamental é falsa: os sistemas bancários com reservas parciais não são inerentemente fracos ou instáveis. Eles são fracos e instáveis porque as restrições legais os fizeram dessa forma. O colapso de um sistema bancário completamente desregulado seria altamente improvável, se não impossível. Disso segue que os bancos centrais e a moeda fiduciária constituem, na melhor das hipóteses, a 'segunda melhor' das soluções para os problemas peculiares a bancos regulados." (Selgin, 1989: 430).

Friedman, no seu texto *A Program for Monetary Stability*, pergunta "(...) se os sistemas monetário e bancário poderiam ser deixados por conta do mercado, sujeitos apenas às regras gerais que se aplicam a todas as outras atividades?" (Friedman, 1959: 4). Sua resposta é a seguinte:

"Eu estou certo de que a resposta é indubitavelmente negativa. O que está claro é que os arranjos monetários poucas vezes estiveram entregues inteiramente ao mercado, mesmo em sociedades que seguem uma política completamente liberal nos outros assuntos, e que existem boas razões para que este seja o caso." (Friedman, 1959: 4).

As "boas razões" a que se refere o autor são de natureza histórica, pois, considera não existirem razões estritamente econômicas que impeçam o bom funcionamento de um sistema monetário ou bancário, quando guiado apenas pelas leis de mercado. A mesma posição é sustentada mais recentemente por ele e por Anna Schwartz, em seu artigo *Has Government Any Role in Money?* (1987), quando se referem especificamente à necessidade de os bancos centrais atuarem como LLRs. Para esses autores os

episódios de pânico e crises bancárias no passado, e também no presente, mostram que a instabilidade inerente ao sistema bancário ainda persiste. Mas, por que persistem, perguntam-se eles? Por que são inerentes ao próprio sistema ou por causa da intervenção governamental? Em suas intervenções históricas, os BCs têm cometido erros, como demonstra o fracasso do Fed nas crises bancárias de 1930, mas atuaram corretamente também, como aconteceu no caso do Continental Illinois. Por esses motivos permanece a dúvida sobre sua verdadeira posição, como se pode deduzir da passagem seguinte:

"O que as crises não mostram, e isto é ainda uma questão aberta, é se um *lender of last resort governamental* — um banco central — é necessário e desejável como um remédio." (Friedman e Schwartz, 1987: 305).

Qual a verdadeira posição desses autores? Em que se diferenciam da posição radical de Selgin? Em nossa avaliação, apesar das nuances, suas posições teóricas sobre os BCs enquanto LLRs não diferem na sua essência da posição de Selgin, ou seja, todos eles consideram que o sistema ideal seria o do *free banking*, mas historicamente a intervenção governamental conformou um sistema de tal forma enraizado na tradição social e econômica, que seria impossível substituí-lo pelo sistema ideal da livre organização bancária.

Nossa crítica a esse tipo de colocação já foi feita no capítulo anterior, quando analisamos o processo de formação dos bancos centrais. Por esse motivo, parece-nos desnecessário sua rediscussão aqui. Além do mais, nosso ponto de vista será reforçado ao longo do presente capítulo, através dos argumentos de Thornton, Bagehot e Minsky em favor da necessidade da ação do LLR.

2.2 - A teoria clássica de Thornton e Bagehot

2.2.1 - Thornton e o dinheiro de crédito

Thornton foi o primeiro teórico dos BCs, e seus princípios foram denominados por Schumpeter de "Carta Magna" dessas instituições. O contexto histórico em que Thornton formulou os princípios básicos da função de LLR dos BCs foram as crises bancárias de 1793 e de 1797 na Inglaterra.⁵ Seu esforço pioneiro foi fundamental para que o Banco da Inglaterra começasse a assumir responsabilidades públicas de BC, num período em que as regras do padrão-ouro desencorajavam o desenvolvimento de funções típicas de um BC. Ao definir, como LLR, a função primordial de um BC, Thornton levantou questões fundamentais relativas àquele papel, que são ainda hoje motivo de controvérsias. Dentre tais questões, cabe destacar a distinção entre seus aspectos macro e seus aspectos microeconômicos, o possível conflito entre a função de LLR e a função de controle monetário do BC e o problema do "risco moral".

Thornton formulou a teoria clássica dos BCs, que poderia ser resumida na seguinte frase: "O banco central de emissão é o banco dos bancos". É em Thornton e não em Ricardo que podemos encontrar a exposição da doutrina clássica inglesa sobre o crédito, sobre os bancos e sobre o BC. Sua teoria sobre esses temas foi formulada num período em que havia sido suspensa a conversibilidade em ouro dos bilhetes do Banco da Inglaterra e de outros bancos provinciais de emissão. Esses bilhetes eram, então, papel moeda de curso forçado. A suspensão da conversibilidade durou de 1797 a 1819. Foi nesse período e nessas condições que o Banco da Inglaterra começou a se transformar em banco dos bancos, ou seja, em banco central.

⁵ Ele formulou esses princípios inicialmente em suas declarações ao Bullion Report (1800) e, depois, no seu clássico *An Inquiry Into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain* (1802).

Para Thornton, o Banco da Inglaterra, pela posição central que ocupava no mercado monetário de Londres, devia assumir um comportamento diferente em relação ao dos demais bancos nos pânicos e corridas bancárias. Nessas situações, os bancos procuram reforçar suas reservas, encurtando empréstimos à economia, mas o BC, como fonte última de liquidez, deve atuar em sentido contrário, expandindo a emissão de suas notas e os seus empréstimos ao sistema bancário. Essa é uma função pública, porque obedece a uma lógica diferente daquela que guia o comportamento dos bancos privados durante uma crise.

Esse princípio da função de LLR Thornton extraiu da observação do comportamento dos bancos privados e do Banco da Inglaterra nas crises de 1793 e 1797. O que Thornton observou? Primeiro, que os bancos provinciais não corriam para trocar seus bilhetes por ouro diretamente, mas pelos bilhetes do Banco da Inglaterra; e, segundo, que este, em vez de aumentar suas emissões para atender o aumento da demanda, atuava em sentido contrário, reduzindo a oferta dos mesmos. "O Banco da Inglaterra havia reagido contra estes acontecimentos, restringindo suas emissões e deixando sem socorro a economia em perigo." (Thornton, apud Rist, 1945: 425). Ou seja, o Banco teve um comportamento de um banco privado e não de um banco público, ou de um banco "nacional", como o denominava Thornton. Os bancos privados, numa crise, buscam apoio não em suas próprias reservas de ouro, mas num banco "nacional" e nos seus bilhetes. É a partir dessa situação que começam a se criar obrigações típicas de um BC.

A crise de 1797 só foi acalmada com a intervenção do Governo, através da emissão de Bônus do Tesouro. Thornton lembra que só esta notícia foi suficiente para criar uma sensação de

solvência geral e que a crise se acalmou antes mesmo que metade dos Bônus fosse utilizada.⁶

Quais são, então, as características de um BC e quais suas conseqüências para o sistema bancário como um todo? Thornton responde que:

"O estabelecimento de um grande banco público tem uma tendência a promover a instituição de bancos privados. O banco público, obrigado a prover-se, a si mesmo, de moeda para seus próprios pagamentos, transforma-se numa reserva de ouro, à qual os bancos privados podem acudir para prover suas próprias necessidades, sem dificuldades e sem prazos" (Thornton, 1802: 38, Apud: Rist, 1945: 426).

Duas conseqüências decorrem desse fato. Primeiro, que os bilhetes do Banco da Inglaterra passaram a ocupar o lugar do ouro e, por isso, eram procurados para acalmar o pânico em tempos de crise. Adam Smith havia defendido que a maior procura de resgate dos bilhetes de banco por ouro era sinal de excesso de emissão e que, portanto, a solução da crise seria alcançada com uma redução do crédito. Thornton, ao contrário, afirma que toda a redução de bilhetes, em vez de solucionar a crise, só aumenta as dificuldades. A segunda conseqüência da existência de um banco "público" ou "nacional" é que os bancos privados, em vez de conservarem suas próprias reservas de ouro, procuraram conservar bilhetes do Banco da Inglaterra. Foi dessa forma que ele se transformou, aos poucos, em banco central de emissão e, em conseqüência, em banco central de reserva do país.

O trabalho de Thornton foi pioneiro, ainda, em realçar a natureza macroeconômica da função de LLR dos BCs, ou seja,

⁶ "Só a notícia de uma espera dos Bônus do Tesouro - quer dizer- de um artigo que todo comerciante podia obter e o qual cada um sabia que podia ser vendido, quer dizer, transformado em guineas criou uma impressão de solvência geral." (Thornton, 1802: 51, Apud: Rist, 1945: 425).

afirmava que a responsabilidade do LLR se referia ao sistema bancário como um todo, e não aos bancos individuais. É preciso lembrar que autores atuais, como Goodhart (1985), sustentam ponto de vista oposto, ou seja, que a função de LLR é uma função microeconômica, ou seja, que visa garantir a liquidez de cada banco individualmente. Já Aglietta (1992a), lhe atribui uma dimensão sistêmica. De acordo com Thornton, os bancos insolventes deveriam quebrar, pois entendia que o interesse público é melhor defendido quando os bancos ineficientes quebram, do que quando o BC lhes presta socorro. A intervenção só deveria atingir bancos individuais, quando se percebesse que sua quebra poderia contagiar todo o sistema monetário. De certa forma, essa observação poderia ser entendida como um prenúncio da teoria do *to big to fail*, que analisaremos adiante.

Thornton não via contradição ou conflito entre a responsabilidade do Banco da Inglaterra como controlador da emissão de moeda e sua função como LLR, pois distinguia claramente o objetivo, de longo prazo, de um crescimento estável de papel-moeda e a assistência temporária às crises de liquidez.

Ele também não atribuía ao LLR um papel preventivo nas crises. O LLR existe não para prevenir choques, mas para neutralizar seus efeitos secundários, bombeando liquidez e, assim, impedindo que eles contagiem todo o sistema. O contágio não decorre da quebra inicial de um banco, mas do erro do LLR em isolar a economia do impacto desse evento. Não parece ser a quebra de um banco que afeta a economia, mas, sim, a possível falta de liquidez decorrente dessa quebra. Era dessa forma que Thornton procurava corrigir o "risco moral" associado à função de LLR. O socorro aos bancos ineficientes encorajaria ações cada vez mais arriscadas e imprevidentes. Em função disso, eles deveriam ser punidos com as perdas e não serem beneficiados com o socorro do LLR.

Concluindo, para Thornton, a ação do LLR é necessária para garantir não apenas o meio circulante, mas, principalmente, o funcionamento da economia, o nível do emprego e do produto. Para mostrar essa necessidade, ele traça a cadeia causal que inicia no rumor de um pânico bancário e, através da corrida ao estoque de moeda, acaba por afetar o gasto agregado e o nível das atividades econômicas. Os pânicos levantam dúvidas sobre as notas dos bancos menores, cujos detentores procuram trocá-las por ouro ou pelas notas do Banco da Inglaterra, os dois componentes da base monetária. Se não houver um aumento de emissão, para atender a essa demanda redobrada, a contração monetária acaba afetando as atividades econômicas.⁷

2.2.2 - Bagehot e a fragilidade de Lombard Street:

o ouro do Mundo

Depois de Thornton, a contribuição mais importante para a teoria do LLR veio com a obra clássica de Walter Bagehot, *Lombard Street*, em 1873. Seguindo Thornton, ele ressaltou a posição especial do Banco da Inglaterra, como detentor último das reservas bancárias e de ouro, o que o diferenciava dos demais bancos, pois lhe dava não só o poder, mas também a obrigação, de garantir a qualidade do dinheiro de crédito e, dessa forma, a saúde do sistema bancário. Seguiu Thornton na necessidade de manter reservas de ouro suficientes para garantir o padrão ouro e a confiança do público na conversibilidade do papel-moeda. Entretanto Bagehot avançou pontos importantes para o aperfeiçoamento da teoria de LLR, principalmente ao propor o uso da taxa de juros para regular os fluxos interno e externo de

⁷ "Para evitar essa seqüência de eventos, o LLR deve estar pronto a acomodar o aumento da demanda por moeda, induzido pelo pânico. E isto ele pode fazer prontamente, pois detém o monopólio sobre a emissão de suas próprias notas, um dos componentes da base monetária. (...) Agindo dessa forma, ele mantém intacta a quantidade de moeda e, através dela, também a atividade econômica." (Humphrey, 1989: 12).

ouro e ao propor a *penalty rate* para regular a liquidez de última instância.⁸

O principal acontecimento do período entre Thornton e Bagehot, que marcou o desenvolvimento das idéias sobre o Banco da Inglaterra, foi, sem dúvida, o *Banking Act*, de 1844, que separou o Banco da Inglaterra em dois departamentos: o Departamento de Emissão e o Departamento Bancário. Essa lei, que conferiu o monopólio de emissão ao Departamento de Emissão, mas o submeteu a regras precisas, consagrou, na realidade, a vitória das idéias da Currency School sobre a Banking School. Embora o monopólio de emissão pareça ter fortalecido o Banco da Inglaterra como BC, na realidade, debilitou-o, ao transformar seu Departamento Bancário em um simples banco comercial e, como tal, sem as reservas necessárias para atuar como LLR.⁹ Residia nesse ponto a principal crítica de Bagehot à lei bancária de 1844.¹⁰

Essa lei, além de limitar suas ações práticas, também contribuiu para abafar o debate que vinha se travando em torno das responsabilidades públicas do Banco da Inglaterra. Através

⁸ Aglietta (1992: 29) resume assim a importância da formulação de Bagehot: "Para Bagehot, que é mais um banqueiro que um economista, o papel de um emprestador de último recurso é a essência da arte do banco central, exprime a posição singular desta instituição na economia, segue regras precisas e justifica o mistério de que se imbuí muitas vezes. Essencial à prevenção do risco sistêmico, ele é típico de uma época, em que as crises financeiras eram freqüentes e a supervisão dos bancos era reduzida e onde, por conseqüência, o problema de seu controle era mais naturalmente o do Banco Central, sua contrapartida direta sobre o mercado monetário, que o de outros órgãos do Estado."

⁹ "O Peel Act, confiando praticamente ao Banco da Inglaterra o monopólio de emissão, parecia confirmar definitivamente seu papel de banco central, de reserva central de moeda, de suporte dos bancos privados em tempos de crise: de controlador supremo do crédito. Mas, ao contrário e sem se dar muita conta disso, ia debilitar um dos meios de ação de um banco central, induzindo ao Departamento Bancário a negligenciar a acumulação de uma reserva suficiente. (...) "Em uma palavra, o estabelecimento do monopólio na Inglaterra mais debilitou que reforçou a concepção do banco central formulada com tanta força por Thornton e, depois dele, por Tooke, e um dos elementos essenciais aos olhos destes dois autores era a constituição de uma forte reserva metálica." (Rist, 1945: 444-45).

de um processo de erros e acertos, o Banco vinha adquirindo uma racionalidade diferente da dos bancos comerciais. Agindo contra essa lei, ele estava assumindo as responsabilidades de LLR, como ocorreu nas crises de 1847, 1857 e 1866. "Por mais de cinquenta anos - de 1793 a 1844 - houve animada discussão relativa aos deveres públicos do Banco" (Bagehot, 1968: 106). Bagehot reconhecia esta atuação prática do Banco nas crises, mas era importante que a Junta de Governadores assumisse publicamente as responsabilidades do Banco, pois esta postura era fundamental para a estabilidade do sistema de crédito.¹¹

Vejamos sumariamente o que diz Bagehot, em *Lombard Street*.

"O dinheiro não se administra por si mesmo e *Lombard Street* tem muito dinheiro a ser administrado." (Bagehot, 1968: 33).

Nesta afirmação, Bagehot coloca o ponto principal de sua visão teórica e também o problema maior de suas preocupações. *Lombard Street*¹² resume o mercado monetário de Londres, que concentrou, naquela segunda metade do século XIX, não só o ouro

¹⁰ "Que tenha sido necessário consagrar na Inglaterra toda uma obra especial a defender um princípio que parecia admitido por todos os homens competentes, economistas ou financistas não se pode explicar senão pela estranha organização que o Peel Act de 1844 havia imposto ao Banco da Inglaterra; a obra de Bagehot não se compreende se não se tem presente no espírito esta organização". (Rist, 1945: 460).

¹¹ "Embora o Banco da Inglaterra realmente faça grandes antecipações em tempos de pânico, (...), o executa com vacilação, a contragosto e temor. (...) Na realidade, efetuar grandes antecipações de maneira titubeante é incorrer no defeito de fazê-lo, sem obter suas vantagens.

"Emprestar muito e não infundir confiança no público de que se emprestará real e suficientemente é a pior das políticas; mas é a política que se leva a cabo atualmente." (Bagehot, 1968: 57-58).

"O banco nunca reconheceu sua tarefa através (...) de uma declaração autorizada e alguns de seus diretores inclusive a negam; nenhuma resolução do Parlamento (...), nenhum discurso (...) de um estadista responsável (...) aceitou esta obrigação do Banco. (...) as declarações (...) de nossas mais altas autoridades (...) negaram qualquer obrigação pública (...) ao departamento Bancário do Banco." (Bagehot, 1968: 106).

e o dinheiro, mas também o poder econômico do Mundo. Concentrar o dinheiro do mundo implicava enormes responsabilidades na garantia do crédito mundial, que o Banco da Inglaterra resistia em assumir. Bagehot define Lombard Street, como "(...) a maior combinação de poder e sensibilidade econômica que o mundo tenha visto. Da magnitude de seu poder não caberá dúvida" (Bagehot, 1968: 24-25). Mas, na mesma proporção em que era poderoso, o sistema monetário e de crédito centrado em Lombard Street também era frágil¹³. Sua fragilidade residia no fato de que o Departamento Bancário do Banco da Inglaterra retinha a reserva não somente do Banco ou de toda Londres, mas também de toda a Inglaterra, a Irlanda e a Escócia. Londres transformara-se na verdadeira Câmara de Compensação da Europa, e o Banco da Inglaterra, através do seu Departamento Bancário, no verdadeiro caixa de reserva do Mundo. No entanto, esse Departamento se comportava como se fosse um simples banco comercial, conservando um mínimo de reservas.

"Em conseqüência, a segurança de todo o nosso sistema de crédito depende do Banco da Inglaterra. Do bom critério dos diretores dessa sociedade anônima única depende que a Inglaterra seja solvente ou insolvente. Isto pode parecer muito exagerado, mas não é assim. Todos os bancos dependem do Banco da Inglaterra e todos os comerciantes dependem de algum banqueiro" (Bagehot, 1968: 43).

Para Bagehot, a peça-chave da confiança no sistema de crédito é a quantidade de reserva dos bancos em relação às suas obrigações. Acontece que os bancos não conservam reservas muito

¹² "O livro de Bagehot - continuando a 70 anos de distância o de Thornton - é, para os economistas, não só uma defesa eloqüente de uma causa justa, mas o modelo perfeito de análise de um mercado monetário." (Rist, 1945: 463).

superiores ao que necessitam para suas operações diárias, ficando, portanto, em períodos de crise, na completa dependência do Banco da Inglaterra, para atender a qualquer demanda adicional. Daí sua advertência: "E nisto, certamente, há um risco considerável. Por três vezes, a Lei Peel deixou de ser aplicada, porque o Departamento Bancário estava exausto" (1968: 39). Bagehot refere-se às crises de 1847, 1857 e 1866¹⁴ e continua: "De fato, em nenhum desses anos, o Departamento Bancário do Banco da Inglaterra poderia ter sobrevivido, sem que tivesse violado a lei" (1968: 39).

Toda a luta prática de Bagehot se travava com a Junta de Governadores, que relutava em reconhecer explicitamente a responsabilidade do Banco, face a todo o sistema de crédito montado ao redor dele. Hankey, um dos diretores do Banco com quem Bagehot travou debates públicos, declarava abertamente que "(...) os princípios que governam os negócios do Banco não diferem dos de qualquer outro banco bem administrado de Londres".

O Banco da Inglaterra sofreu grandes pressões durante o processo de sua transformação em BC. De um lado, a pressão da opinião pública, "(...) porque a nação muito aprendeu com os numerosos pânicos", exigia que o Banco guardasse uma reserva volumosa como garantia da estabilidade de todo o sistema de crédito. De outro, "(...) uma pressão menos visível, embora igualmente constante, pressiona os diretores em direção

¹³ "Mas, na exata proporção do poder deste sistema está sua delicadeza - talvez (...) seu perigo. Somente nossa familiaridade nos torna cegos ante a maravilhosa natureza do sistema. Nunca se reuniu tanto dinheiro, tomado de empréstimo no mundo, como o que atualmente se recada em Londres. (...) a maior parte é de curto prazo ou à vista, (...) quer dizer, os proprietários podem exigí-lo no dia que quiserem. Se uma fração importante desse dinheiro fosse efetivamente exigido, nosso sistema bancário e industrial também estaria em perigo. (...) não há nem houve nenhum outro país em que a relação da reserva de caixa, para os depósitos bancários, tenha sido tão pequena, como o é atualmente na Inglaterra". (Bagehot, 1968: 31).

¹⁴ Deve-se recordar que em 1893 estourou mais uma grande crise, a de Baring, ocasião em que o Banco da Inglaterra se socorreu do auxílio do Banco da França e do Banco da Rússia.

precisamente contrária e os induz a diminuir a reserva". Essa pressão era natural, pois quanto mais dinheiro ficasse ocioso, como reserva, menores seriam os dividendos que os diretores do Banco podiam apresentar aos seus acionistas. Esse jogo de pressões expressa o conflito básico, entre sua natureza privada e sua função pública, sofrido pelo BI durante sua metamorfose de banco comercial em banco central.

Além da necessidade de o Banco assumir formalmente sua função pública, Bagehot se preocupou em estabelecer lhe princípios e regras práticas de ação. Quais são esses princípios? Empréstar livremente e sem limites, a uma taxa punitiva, esta é a regra básica de Bagehot, que define a função do LLR.¹⁵

Qual a função da taxa punitiva? Ela está associada, primeiramente, à necessidade de racionalizar a escassez de reservas; além disso, ela tem a função de garantir a equidade distributiva, ou seja, que os bancos devem pagar caro pela proteção e segurança que recebem do LLR. Além da eficiência alocativa e da justiça distributiva, Bagehot atribui outros

¹⁵ "Empréstimos volumosos com taxas de juros elevadas constituem os melhores remédios para a pior enfermidade que aflige o mercado monetário, quando a uma fuga ao Exterior se junta outra interna." (Bagehot, 1968: 54).

"A teoria sugere e a experiência prova que, em um pânico, os detentores da reserva bancária última (...) devem emprestar rapidamente, sem reservas e livremente a todos os que apresentarem valores de boa qualidade. Por meio dessa política alivia-se o pânico; qualquer outra o intensifica. O público tem o direito de saber se o Banco da Inglaterra (...) reconheceu esta obrigação e está disposto a cumpri-la." (Bagehot, 1968: 113).

Estabelece como regras básicas:

"Que esses empréstimos se façam só a uma taxa de juros muito elevada. Isto atuará como uma gravosa multa para a timidez irracional e evitará o grande número de pessoas que não o necessitam. (...) Que ninguém possa pedir emprestado por mera precaução ociosa, sem pagar caro por isso.

"Que estas antecipações, a esta taxa, se façam todas com garantia de valores bancários de boa qualidade e na medida que o banco o solicite." (Bagehot, 1968: 124-125).

resultados benéficos decorrentes da taxa punitiva: primeiro, ela reforça o nível das reservas de ouro, ao encorajar a importação e desencorajar a exportação do metal; segundo, ela tem o efeito de reduzir a expansão emergencial de emissão, ao forçar o mais rápido pagamento dos empréstimos, pois não seria vantajoso pagar taxas acima das de mercado; por último, a taxa punitiva força os bancos a esgotarem os recursos do mercado antes de recorrerem ao LLR, qualificando, assim, o socorro do BC realmente como *last resort*.

Outro ponto importante da formulação de Bagehot refere-se ao caráter macroeconômico da função de LLR, como já havia apontado Thornton. O LLR é responsável pela liquidez do mercado e não por uma instituição particular. O objetivo do LLR, em tempos de crise, é atender a demandas do mercado, não fazendo diferença se isto é feito através de empréstimos a comerciantes, a bancos ou a qualquer outro demandador de crédito, desde que os mesmos sejam solventes, pois o BC exige garantias para emprestar. Ele não deve se responsabilizar pelas instituições insolventes, que são uma pequena minoria, mesmo que sejam grandes bancos, pois o papel do BC não é evitar falências a qualquer custo, mas limitar o seu impacto, de modo que não contagiem todo o sistema. O BC deve deixar claro que as instituições insolventes, mesmo que grandes, podem falir e, portanto, não devem contar com a assistência do LLR.¹⁶ É dessa forma que Bagehot pensa evitar o "risco moral" associado ao socorro de liquidez às instituições em dificuldade. Nesse ponto, ele não se diferencia de Thornton, que também pregava a quebra dos bancos insolventes. A diferença de Bagehot está em ter proposto uma taxa punitiva de juros, para desencorajar a indisciplina das instituições, devido à garantia do socorro do BC.

¹⁶ "A máxima fundamental é que qualquer ajuda presente a um mau banco constitui o modo mais seguro de impedir que se estabeleça um bom banco no futuro." (Bagehot, 1968: 77).

Finalmente, se, por um lado, Bagehot soube apoiar toda a fragilidade do sistema financeiro sobre um recurso de última instância, por outro, teve consciência também da fragilidade deste último recurso; por isso, não deixou de ressaltar a necessidade de uma política que cuidasse da saúde dos bancos individuais, como forma de aliviar a necessidade do socorro central.¹⁷

Com esta última recomendação, podemos resumir os princípios e as regras práticas formuladas por Bagehot para guiar a ação do LLR: o BC deve garantir formal e publicamente sua função de LLR do sistema bancário como um todo; essa ação só será eficaz para sanar uma crise bancária se o público tiver certeza de que a garantia de liquidez não terá limites quantitativos; os empréstimos devem ser feitos a uma taxa de juros punitiva, somente a bancos solventes que enfrentem problemas temporários de liquidez, contra a apresentação de ativos de boa qualidade. Isso quer dizer que a função de LLR é uma função macroeconômica, pois sua finalidade não é garantir a sobrevivência de instituições individuais, mas a estabilidade do sistema bancário.

Podemos concluir, dizendo que a teoria clássica dos BCs foi formulada em plena vigência das regras do padrão-ouro. O fundamento do sistema de crédito de Londres era constituído pelas reservas de ouro e notas do Banco da Inglaterra, motivo de segurança e de fragilidade ao mesmo tempo. Ter o monopólio da emissão e ser o caixa das reservas do sistema bancário gerava poderes e responsabilidades, que o Banco se negava a assumir. Não era suficiente possuir as condições de segurança do sistema de crédito, as reservas de ouro e notas, era preciso uma

¹⁷ "Como estas duas sugestões têm por finalidade tornar o Banco tão forte quanto possível, deveríamos conceder atenção ao resto de nosso sistema bancário e procurar reduzir as demandas ao Banco tanto quanto possível. Sendo a maquinaria central inevitavelmente frágil, reduziríamos, cuidadosamente e na medida do possível, a tensão exercida sobre ele." (Bagehot, 1968: 62).

garantia pública de que o Banco agiria como LLR. A palavra do Banco passava a ser tão ou mais importante que suas reservas. Ou seja, não era tanto nas reservas depositadas no Banco da Inglaterra que residia o fundamento da ação de LLR, mas principalmente na sua capacidade de emitir sem limites para garantir a liquidez do mercado.

O "risco moral" é inerente à função de LLR, ou seja, a garantia do socorro do BC enfraquece a disciplina do mercado e encoraja práticas bancárias sempre mais arriscadas. Esse problema clássico, analisado por Thornton e Bagehot, é também o problema moderno, analisado por Minsky e por outros autores atuais.

2.3 - Os bancos centrais e os bancos privados na visão de Keynes

Embora Keynes não tenha tratado expressamente da teoria do LLR em sua obra, ele analisou profundamente as relações entre os bancos centrais e os bancos privados em seu *Treatise on Money*. Nossa análise da visão de Keynes sobre o tema deste capítulo, portanto, será feita com base nesta obra e sobre este tema específico. Antes de tudo, porém, cabe perguntar por que Keynes não mencionou expressamente a Teoria de Thornton e Bagehot sobre a função de prestador de última instância dos bancos centrais? Nossa suposição é que ele, assim como o fazem outros autores atuais, não concebia a função de LLR como sendo diferente da função de redesconto dos BCs, ou seja que o papel de garantia de liquidez de última instância realiza-se através do redesconto. Além disso, para Keynes, através da taxa de redesconto, os BCs exercem um controle absoluto sobre o poder de criar dinheiro de crédito dos bancos, não precisando atuar, por isso, como prestadores de última instância.

Com efeito, para Keynes, os BCs só podem administrar o sistema monetário como um todo, se eles tiverem um "controle

inquestionável" sobre o volume total da moeda bancária criada pelos bancos membros do sistema. Por outro lado, diz Keynes, como a criação do crédito bancário é determinada pelo montante das reservas dos bancos, os BCs só controlam os bancos se puderem controlar o volume de suas reservas. E isto efetivamente os BCs podem fazer através da fixação da taxa de juros de curto prazo, pois "(...) é amplamente verdade que o que governa todo o sistema é a taxa de redesconto." (Keynes, 1973: 189). A esse respeito ele observa, por exemplo, que no Continente as possibilidades de controle eram mais débeis do que na Inglaterra, pois ali a exigência de reservas imposta aos bancos era mais frouxa e, por isso, "(...) o controle exercido sobre eles pelo banco central era muito imperfeito (...)." (Keynes, 1973: 208).

Para Keynes, portanto, o grau de controle dos BCs sobre seus bancos membros dependia fundamentalmente de seu poder para controlar o volume das reservas bancárias. E a política de redesconto foi o principal instrumento usado pelo Banco da Inglaterra para controlar essas reservas, antes da Primeira Guerra mundial. Depois do conflito, porém, ele passou a usar também a política de mercado aberto. Sobre esse novo instrumento Keynes afirma que:

"Esse método - visto enquanto método - me parece o ideal. Em combinação com as peculiaridades do sistema britânico, já descritas, ele possibilita ao Banco da Inglaterra **manter um controle absoluto** sobre a criação de crédito pelos bancos membros - num grau tal que não existe em nenhum outro sistema monetário. O Banco da Inglaterra desenvolveu o método perfeito de transferir para a autoridade central o controle completo dos membros do sistema bancário do país (grifo nosso)." (Keynes, 1973: 206-7).

Podemos agora tornar mais claras as condições institucionais que permitiam a Keynes considerar possível o "controle absoluto" do crédito bancário: o controle do volume das reservas bancárias e das taxas de câmbio por parte dos bancos centrais e o domínio do sistema bancário na criação do

dinheiro de crédito. Miranda resume esse quadro institucional da forma seguinte:

"O status de variável independente da taxa de juros está submetido, na obra de Keynes, à existência de um sistema de reservas bancárias, regulado institucionalmente a nível mundial até a Primeira Guerra pelo Banco da Inglaterra e, posteriormente, por ações conjuntas desse com o Banco de Reserva dos Estados Unidos. A efetividade da política monetária estava diretamente relacionada às reservas dos bancos centrais e à capacidade de alterarem a liquidez bancária, seja por seus instrumentos monetários, seja através de mudanças dos parâmetros institucionais. Os bancos centrais, mediante os seus investimentos institucionais em ouro e papéis, regulavam a liquidez do sistema bancário através da fixação da taxa de desconto bancária e da política de mercado aberto. E o sistema bancário tinha, assim, poder de criar crédito, regulado pela autoridade monetária." (Miranda, 1992: 65)

Essas condições, no entanto, alteraram-se profundamente no período posterior à Segunda Guerra e especialmente nas últimas décadas. O sistema bancário já não opera sob as restrições descritas por Keynes. Victória Chick (1994) mostra como sua evolução tornou irrelevantes as reservas bancárias, peça-chave do controle do crédito para Keynes. Antes, eram efetivamente as reservas que constituíam as bases para os empréstimos dos bancos: "Os bancos eram, pois, dependentes dos depósitos para formar reservas e das reservas para obter capacidade para emprestar." (Chick, 1994: 11). Nesse estágio, eles mantinham uma atitude quase passiva em relação à busca de fontes de novas reservas, pois estas chegavam ao sistema bancário como resultado das preferências do público, ou seja, as reservas constituíam variáveis autônomas para os bancos. Num estágio posterior, que Victoria Chick sugere ter se completado nos anos 70 deste século, "as reservas praticamente deixam de constituir-se em um fator restritivo do comportamento dos bancos". Os bancos respondem à demanda por empréstimos e a falta de reservas pode ser suprida pelo sistema. "Esse mecanismo tem sido usado na Inglaterra com freqüência suficiente para que o Banco da

Inglaterra seja referido como 'emprestador de última instância'" (Chick, 1994: 14). E acrescenta:

"O princípio do emprestador de última instância está agora firmemente estabelecido mesmo para situações muito menos agudas do que aquelas em que Bagehot (1873) recomendava seu uso. Colocando a questão de outra maneira, o Banco Central já aceitou totalmente a responsabilidade pela manutenção da estabilidade do sistema bancário." (Chick, 1994: 13).

Mas essa evolução do sistema bancário não parou aqui, pois, até esse ponto, todas as mudanças ocorridas se referiam aos ativos dos balanços dos bancos. Com a política de administração dos seus passivos, adotada fortemente a partir dos anos 70, os bancos deram mais um passo decisivo em direção a uma sempre maior autonomia em relação aos bancos centrais. Essas mudanças, que alteraram as condições da efetividade da política monetária definida por Keynes, são descritas por Miranda da forma seguinte:

"A predominância de mercados financeiros internacionalizados com capacidade de emitir moedas privadas, a perda de hegemonia do sistema bancário no circuito financeiro, a inexistência de uma estrutura temporal diferenciada segundo a natureza dos ativos e a flutuação cambial comandada pelo mercado de divisas privado dissolvem as pré-condições histórico-institucionais presentes na teoria monetária *keynesiana* e a aplicabilidade dos preceitos de política econômica, dela derivados, à gestão da riqueza capitalista pelos estados nacionais contemporâneos" (Miranda, 1992: 360-61).

Com essas mudanças alteraram-se também as bases das relações entre os bancos centrais e os bancos privados, reforçando-se por conseqüência a necessidade de sua atuação como emprestadores de última instância. Este papel dos BCs será fortemente acentuado nas crises bancárias das décadas de 70 e 80, conforme poderemos ver, a seguir, na análise de Minsky.

2.4 - A teoria moderna de Minsky: Wall Street: um mundo de papel

O cenário de Minsky é Wall Street, coração financeiro da economia norte - americana e da economia mundial. O sistema monetário já não é mais o do padrão-ouro, mas o de um padrão fiduciário de moeda inconvertível, onde um sofisticado sistema financeiro, dotado de uma variada gama de ativos, desempenha um papel fundamental na dinâmica da economia.

Em Minsky, a ação do BC está estruturalmente articulada à instabilidade financeira da economia capitalista, provocada pelo processo endógeno de criação de dinheiro de crédito pelos bancos. Nesse sentido, enquanto parte integrante do sistema financeiro, a ação do BC possui uma dimensão endógena e, como tal, está submetido à lógica financeira do sistema. Mas, por outro lado, o BC é também uma instituição estatal exógena e, por isso, pode impor limites às ações instabilizadoras dos bancos. No entanto, o poder estabilizador do LLR não é absoluto, pois está articulado à instabilidade da economia e da finança, que acompanha o ciclo dos negócios. Esta parece ser a natureza da ação de *last resort* do BC, conforme Minsky.

Na análise do pensamento de Minsky sobre o LLR, procuramos mostrar, primeiro, por que a ação dos bancos no processo de financiamento da economia é uma força instabilizadora e, depois, analisar a natureza da ação de LLR, seu alcance e seus limites para controlar a instabilidade financeira e, assim, estabilizar a economia.

2.4.1 - Os bancos como forças instabilizadoras endógenas

A "hipótese da instabilidade financeira" de Minsky não é apenas uma teoria da instabilidade financeira, mas, fundamentalmente, uma teoria da instabilidade econômica. Através de sua "hipótese", Minsky quer mostrar que instável é a economia capitalista e não apenas o sistema financeiro.

Para Minsky, a essência da atividade bancária consiste em financiar, criar e quitar dívidas, criar e destruir dinheiro de crédito, com o objetivo de obter lucro. Nesse sentido, dizer que a economia capitalista é essencialmente monetária, que sua natureza é financeira ou que é uma economia de dívidas é a mesma coisa. O dinheiro é criado no processo financeiro, através do crédito adiantado pelos bancos às empresas capitalistas.¹⁸ O volume de crédito não depende de um estoque de moeda metálica, como afirmavam Thornton e Bagehot, mas, ao contrário, a criação de moeda é o resultado da maior ou menor acomodação por parte do BC à criação do crédito bancário. O processo de financiamento é um processo de criação de dinheiro, de emissão de dívidas. A finança é o princípio, o fundamento da atividade econômica capitalista. Financiar significa criar uma dívida, oferecer um crédito.

Essa é a essência da atividade bancária, para Minsky. *Banking* é dinheiro, diz ele, pois *banking* é bancar dívidas, criar dinheiro:

"Dinheiro, *banking* e finança não podem ser entendidos a menos que se compreenda a evolução

¹⁸ "Numa economia capitalista, que funciona normalmente, em que o dinheiro é principalmente dívida para os bancos, dinheiro é constantemente criado e destruído." (Minsky, 1982: 72). "Em nossa economia, o dinheiro é criado, quando os bancos adquirem ativos, e é destruído, quando os devedores dos bancos quitam suas obrigações." (Minsky, 1982: 17).

financeira e a inovação: dinheiro, na verdade, é uma variável determinada endogenamente, cuja oferta responde à demanda e não algo controlado mecanicamente pelo Federal Reserve." (Minsky, 1986: 226).

Dessa forma, Minsky situa os bancos, a finança, a dívida e o dinheiro no coração da economia capitalista. O ponto de partida da elaboração teórica de Minsky não é uma "economia de feira de aldeia", mas Wall Street, o coração financeiro da economia americana. Como ele vê essa economia a partir de Wall Street?

"Olhando para a economia, a partir de uma sala de comando de Wall Street, vemos um mundo de papel - um mundo de dívidas a pagar, hoje e no futuro. (...). A viabilidade deste mundo de papel repousa sobre os fluxos de caixa (...) que as organizações de negócios, as famílias e os órgãos governamentais, (...) recebem, como resultado do processo de geração de renda." (Minsky, 1982: 63).

A economia capitalista é, então, uma economia que funciona na base da criação de dívidas que precisam ser pagas, de um dinheiro que precisa ser validado pelo processo produtivo. O papel instabilizador dos bancos decorre do fato de que eles não são meros intermediários financeiros, mas verdadeiras corporações capitalistas, sedentas de lucros. Quando emitem dívidas ou criam dinheiro, para financiar as atividades empresariais, não visam o financiamento em si mesmo, mas ganhar dinheiro, fazer lucros financiando e emitindo dinheiro de papel. Ou, como define Minsky, "os bancos são mercadores de dívidas". Dessa forma: "*Banking*, ou seja, o financiamento da propriedade dos ativos e do investimento, é o fenômeno crítico desestabilizador." (Minsky, 1982: 86).

Para Minsky, então, a instabilidade financeira está associada ao ciclo dos negócios e, portanto, não decorre de

fatores exógenos ou de erros da política do governo, mas é um resultado normal do processo de financiamento realizado pelos bancos. O processo de acumulação depende, assim, da finança, da criação de dinheiro e de dívidas, ou seja, de relações de financiamento ou de arranjos financeiros fornecidos pelos bancos. A instabilidade está associada ao tipo de finanças existentes na economia, e estas, ao ciclo dos negócios. É importante salientar que a situação financeira das empresas e dos bancos não depende apenas do seu comportamento mais ou menos arriscado, mas também do comportamento dos juros, pois sua elevação pode transformar uma finança sadia em uma finança especulativa e frágil. Com efeito, a estabilidade da economia depende da qualidade das finanças. Um peso maior das finanças sadias indica maior estabilidade, enquanto um peso crescente das finanças especulativas indica uma crescente suscetibilidade da economia para a instabilidade financeira. Desse modo, a hipótese da instabilidade financeira teoriza como a economia capitalista gera endogenamente estruturas financeiras susceptíveis a crises a partir do funcionamento normal dos mercados financeiros. Dessa forma, a "hipótese da instabilidade financeira", de Minsky, é uma teoria da instabilidade da economia capitalista e não apenas uma teoria das crises financeiras. Minsky, aliás, o diz expressamente:

" A hipótese da instabilidade financeira é mais claramente uma teoria do comportamento cíclico de uma economia capitalista (...). Isto é, a hipótese da instabilidade financeira implica uma teoria do investimento do ciclo dos negócios e uma teoria financeira do investimento." (Minsky, 1982: 95).

Nessa perspectiva, não parece haver contradição, quando Minsky afirma ora que o investimento¹⁹ ora que a finança²⁰ dá o

¹⁹ "O comportamento de nossa economia, contudo, depende do ritmo dos investimentos." (Minsky, 1982: 65).

²⁰ "É a finança que governa tanto as contrações, como as ampliações do investimento. Como resultado, a finança dá o ritmo para a economia." (Minsky, 1975: 130).

ritmo à economia, pois o investimento depende da finança, num primeiro momento, e esta daquele, num segundo.

Poderíamos concluir dizendo que a finança dá o ritmo do investimento, e o investimento dá o ritmo da economia. Merece ser salientado que a ação de financiamento, o *banking*, a finança ou o dinheiro de crédito colocam, pela sua própria natureza, a necessidade de uma ação de *last resort*, que constitui a essência da ação de um BC. Embora essa ação de *last resort* seja mais intensa em momentos de crise, é ela que define o BC como uma espécie de "retaguarda" financeira permanente, exigida pela natureza do dinheiro de crédito.

2.4.2 - A transição da economia americana e a ação do Fed

A economia americana passou, de uma situação de estabilidade, após a Segunda Guerra, para uma situação de instabilidade, a partir da segunda metade da década de 60. Essa transição se define como um amplo processo de inovações financeiras, que alterou as bases do relacionamento entre o Fed e os bancos, exigindo sua intervenção, como *last resort*. Para analisá-la, Minsky divide o período em duas partes: a primeira, que vai de 1946 a 1966 e a segunda, de 1966 em diante.

O período 1946-66 representou uma fase de prosperidade dos negócios e de tranquilidade financeira: nenhuma ameaça séria de crise, ou, na linguagem de Minsky, um período de "finança sadia". A prosperidade dos negócios teve, contudo, elementos estabilizadores fundamentais do ponto de vista financeiro, principalmente o fato de que os ativos seguros dos bancos, na maior parte títulos governamentais, perfaziam 60% das suas obrigações. Além disso, a estabilidade financeira era consequência do fato de que a expansão econômica permitia às

empresas honrar suas dívidas. No entanto a fase expansiva do ciclo do final do período incentivou a inovação bancária e a expansão contínua de dívidas, investimentos, lucros e preços. O surto de inovações consistiu precisamente numa mudança na composição dos ativos dos bancos, que passaram a substituir os títulos governamentais, em suas carteiras, por empréstimos privados.

A partir de 1966, com essa substituição de dívida pública por dívida privada, caracterizando um comportamento especulativo dos bancos, iniciou-se um período de grande turbulência financeira. Nesse processo, o sistema bancário passou a substituir seus títulos do Tesouro ou *federal funds* por Certificados de Depósitos Bancários, cartas de recompra, ou mesmo eurodólares. Esse processo alterou completamente o comportamento do sistema e afrouxou "a articulação entre as ações de política do Federal Reserve e o volume do financiamento disponível." (Minsky, 1986: 76).

Nesse período, ocorreram pelo menos quatro corridas sérias no mercado financeiro; em cada uma delas, um instrumento ou uma instituição, que havia se expandido rapidamente no período anterior foi o foco do distúrbio e exigiu a intervenção do BC como LLR²¹.

O primeiro episódio da crise foi o *credit crunch*, de 1966, motivado pela corrida contra os Certificados de Depósitos; essa crise exigiu, pela primeira vez, desde a II Guerra, uma intervenção do Fed como LLR. A segunda intervenção ocorreu em

²¹ Vicarelli pergunta-se pela filosofia que orientou as ações de socorro de BCs sob orientação monetarista nessas crises: "Um grande número de bancos foi à bancarrota, tal como aconteceu nos anos 20 e 30, de novo ameaçando a estabilidade do sistema financeiro. Paradoxalmente, desconsiderando qualquer consistência com o credo teórico professado ou ostentado, os bancos centrais dos países que abraçaram doutrinas monetaristas realizaram massivas operações de salvamento, algumas vezes estendidos a organizações que estão conectadas de forma fraca com o sistema bancário." (Vicarelli, 1988: 11).

1970, em função da crise dos *commercial papers*, que seguiu a quebra do Penn Central Railroad. A terceira ameaça de crise e a pronta intervenção do LLR ocorreu, em 1974, com a falência do Franklin National Bank, de Nova York, devido a uma corrida em suas filiais no Exterior. Um novo problema deu-se no mercado imobiliário, entre 1974-75, com a crise dos Real Estate Investment Trusts (REITS). Finalmente, em 1984, a crise do Continental Illinois e a pronta intervenção do Fed como LLR.

Como se caracterizaram essas intervenções? Diferentemente das formas de intervenção prescritas por Thornton e Bagehot no século XIX, Minsky relata que o conceito moderno de LLR implica que o BC não atua sozinho nessas crises; ele mobiliza os demais bancos, formando uma verdadeira rede de socorro²² às instituições com problemas de liquidez. Em que consiste essa operação de socorro? Basicamente em fixar um piso mínimo para os ativos dessas instituições²³. Minsky afirma que o Fed pode agir como LLR, na medida em que a moeda fundamental da economia é uma obrigação que ele mesmo emite, cujo valor se funda no poder de tributação do Estado. É essa condição que garante a aceitação geral do dinheiro emitido pelo BC. Por outro lado, através dessas intervenções no sistema financeiro como LLR, o BC, ao validar uma nova prática bancária ou um novo instrumento, altera as bases de seu relacionamento com os bancos privados e, como consequência, enfraquece seu poder de controle sobre os bancos e suas práticas.

²² "O Sistema da Reserva Federal é o *lender of last resort* aos bancos-membros (particularmente para os bancos gigantes) e os gigantes bancos membros são os emprestadores de último recurso para as instituições e organizações que usam o mercado do papéis comerciais. (...) "Quando a FDIC atua para a fusão de um banco falido com outra instituição (...), ou quando os bancos comerciais refinanciam as REITS, vemos as operações do *lender of last resort* na sua dimensão moderna. De um ponto de vista mais amplo a função de emprestar em último recurso é uma extensão dos arranjos do refinanciamento normal dos negócios." (Minsky, 1986: 50)

²³ "A fixação de um preço mínimo de alguns instrumentos financeiros ou ativos reais é uma ação essencial do emprestador de última instância." (Minsky, 1986: 49).

2.4.3 - Estabilizar a instabilidade?

As considerações anteriores sugerem elementos importantes para se entender a ação do BC como *lender of last resort*. Minsky (1986: 223) reconhece que "(...) a gestão do dinheiro tornou-se mais complexa, em consequência do turbulento período posterior a 1960 (...)." Ela tornou-se mais complexa e difícil, porque os bancos, em sua busca desenfreada por novas oportunidades de lucros, adotaram comportamentos cada vez mais agressivos, mais expostos a riscos e mais instabilizadores e, conseqüentemente, colocaram o BC em xeque: ele não pode fugir de sua responsabilidade de LLR. A iniciativa de criar dinheiro pertence primeiramente aos bancos, às instituições financeiras e às próprias firmas, passando o BC a desempenhar, cada vez mais, a função de *last resort*.

O fortalecimento da função de LLR é, para Minsky, o resultado de uma série de mudanças ocorridas na economia americana, nas últimas décadas. No entanto, esta situação não é nova para o Fed, pois Minsky ressalta que "a criação de uma função de LLR era o objetivo maior da legislação que estabeleceu o Federal Reserve System, em 1913", mas esse objetivo original foi subvertido pela visão de que sua função primordial e dominante é o controle da oferta monetária em sentido estrito. As instituições que compõem o BC americano, criadas para conter desordens financeiras, "agora são escravas de uma teoria econômica que nega a existência de tais condições". As autoridades monetárias, em geral, aceitam a versão de que é suficiente controlar a oferta de moeda, mantendo seu crescimento a uma determinada taxa, e ignoram as relações financeiras pelas quais os fenômenos monetários afetam a economia. Essa teoria sustenta que a instabilidade se deve principalmente ao esforço de conter e evitar a própria instabilidade.

Entretanto, o processo financeiro, conduzido pelos bancos, torna ineficaz o controle estrito da oferta de dinheiro. Por isso, Minsky reafirma a necessidade de uma teoria econômica que entenda a instabilidade como um resultado do funcionamento do sistema financeiro e não como decorrência dos erros da política governamental.

"Como consequência, não há barreiras efetivas de mercado à expansão dos bancos e, assim, ao seu impacto desestabilizador sobre a demanda. Sempre que as autoridades agem para restringir o crescimento monetário durante uma forte expansão, perigos de crises financeiras aparecem e as autoridades são forçadas a intervir, para proteger a viabilidade dos bancos (...). Dessa maneira, os bancos forçam a mão das autoridades monetárias; o crescimento monetário que apóia a inflação é o resultado da forma como o impulso à deflação da dívida é abortado". (grifos nossos (Minsky, 1986: 243).

Além disso, como os bancos se financiam através das operações de mercado e não mais através da janela de desconto, o BC tem dificuldade para conhecer antecipadamente as situações críticas dos bancos, de modo a poder corrigi-las de forma preventiva:

"A erosão das bases do capital líquido dos bancos, o desenvolvimento da gestão dos passivos dos bancos e o grande uso de passivos ocultos são virtualmente ignorados antes que os mercados financeiros tendam a quebrar." (Minsky, 1986: 251).

Para controlar os bancos, é necessário "guiar e controlar a evolução dos usos e práticas financeiras". Mas, adverte Minsky, "os inovadores sempre estarão na frente dos reguladores", pois "as autoridades não podem evitar que ocorram mudanças na estrutura dos *portfolios*. Na verdade, para que o Fed possa ampliar sua capacidade de controle sobre os bancos, Minsky propõe a volta da janela de desconto, como principal fonte de

seu financiamento, pois se os bancos financiarem suas reservas no mercado-aberto, eles estarão virtualmente imunes a pressões do BC.

Resumindo, Minsky compara as relações entre o BC e os bancos a um jogo, cuja iniciativa e resultado pertencem a estes últimos:

"Neste jogo as autoridades impõem regulações (...) e os bancos inventam e inovam no sentido de enganar as autoridades. (...) Este é um jogo viciado. (...) Os banqueiros, em busca de lucros, quase sempre vencem seu jogo com as autoridades, mas ao vencer, a comunidade bancária desestabiliza a economia." (Minsky, 1986: 250).

A evolução das práticas bancárias e a troca das operações de desconto pelas de mercado aberto alteraram as bases das relações entre o Fed e os bancos membros. O Fed reforçaria seu poder de controle, na medida em que suas obrigações fossem a moeda básica da economia. Mas as inovações financeiras criam novos instrumentos que tornam quase dispensável a moeda central. Isso não significa que Minsky aceita a endogeneidade total da criação de moeda. Ao contrário, para ele, há uma diferença clara entre o dinheiro emitido pelo Fed e o dinheiro de crédito dos bancos.²⁴

Qual a principal conclusão da análise de Minsky sobre o BC como LLR? Embora ele mencione a atuação estabilizadora endógena do BC em relação ao sistema financeiro, não deixa de acentuar também sua intervenção exógena, pois o BC, além de banco dos bancos, é também parte da estrutura governamental:

²⁴ "Embora o Federal Reserve não seja capaz de determinar o curso imediato do dinheiro, da renda, do emprego e dos preços, ele sempre tem o poder de substituir os títulos no mercado, na carteira dos bancos e nas mãos do público pelos seus próprios títulos." (Minsky, 1986: 48).

"O banco central moderno tem pelo menos duas facetas: uma parte, como aparato governamental de estabilização e indutor do crescimento e outra, como LLR para todo ou parte do sistema financeiro. Essas duas funções podem conflitar." (Minsky, 1982: 151).

Por um lado, o BC está constrangido pela estrutura do mercado financeiro. Para aumentar o potencial de sua ação estabilizadora, ele precisa atuar por dentro desse mercado financeiro e, para isso, deve operar com a variedade dos ativos do mercado, para ter intimidade com essas operações. Por esse lado, seu papel estabilizador está associado a sua atuação endógena, ou seja, ao "peso" ou à dimensão de seus ativos e de seu passivo na estrutura do sistema financeiro.

Por outro, o BC faz parte do aparato governamental. Então, na medida em que pode agir como organismo exógeno e independente do sistema financeiro, ele pode impor restrições efetivas ao mesmo, através da manipulação das taxas de juros, por exemplo. Mas esse instrumento também encontra seus limites na possibilidade de irrupção de uma crise financeira, o que exige, por outro lado, sua atuação como LLR. E assim: "O Federal Reserve intervém para parar o que ele mesmo desencadeou." (Minsky, 1982: 199).

Minsky propõe, então, como último recurso disponível no arsenal de instrumentos de um banco central, para impor restrições ao poder monetário dos bancos, a própria manipulação da incerteza: "Assim, instabilizar (*disrupting*) os mercados financeiros pode ser um instrumento necessário da política monetária." (Minsky, 1982: 187). Esta afirmação de Minsky, antes de significar um instrumento efetivo de ação dos BCs, estaria expondo todas as contradições envolvidas na função de LLR, e, dessa forma, apontando para os limites do poder regulatório dos próprios BCs.

É através desse jogo paradoxal que Minsky confia nas instituições e na política para estabilizar uma economia, que é intrinsecamente instável. "As instituições e a política podem conter a instabilidade. Nós podemos, por assim dizer, estabilizar a instabilidade." (Minsky, 1986: 10)

2.5 - A dimensão internacional do *lender of last resort*

Observamos anteriormente que a eficácia das políticas domésticas dos BCs está fortemente condicionada pelo contexto das finanças internacionais. A estabilidade interna passa, de alguma forma, por algum tipo de ação reguladora a nível internacional. Por outro lado, a globalização dos mercados também permite que a instabilidade interna de um país afete a economia e a finança internacionais. Por isso, como acentua Kindleberger (1992: 231), a "propagação internacional das crises financeiras" exige um LLR internacional. Quais seriam as possibilidades e a forma desse organismo?

O principal problema é o das soberanias monetárias nacionais. Historicamente, esse papel foi desempenhado por uma economia e uma moeda dominantes. Primeiro, foi o caso da Inglaterra e da libra esterlina; depois, veio a hegemonia da economia americana e do dólar.

Essa questão assume, hoje, uma nova dimensão, devido à globalização financeira e à crise de hegemonia nas relações internacionais, após o fim do Acordo de Bretton-Woods. Situação semelhante existiu com o fim do padrão-ouro, durante as crises do período Entre-Guerras. Naquela época, Keynes viu frustrados seus esforços para criar uma autoridade monetária internacional. Hoje, novamente se coloca a questão.

Faremos, primeiro, um breve apanhado histórico das ações de LLR a nível internacional e, depois, uma análise das perspectivas de um LLR internacional na atual conjuntura.

Como relata Kindleberger (1992), a primeira ação de socorro internacional ocorreu já no momento de criação do primeiro banco central, o Banco da Inglaterra, em 1694. Tratava-se de um empréstimo de dois milhões de florins contraído junto ao States General, da Holanda, para ajudar o Tesouro Britânico durante a Guerra dos Nove Anos. Nos anos 1695-97, Amsterdam continuou auxiliando o Banco da Inglaterra, embora, essa ajuda tivesse mais o caráter de um negócio privado do que o de um bem público.

A retribuição ocorreu durante as crises de 1763 e 1772, quando o Banco da Inglaterra e os banqueiros privados de Londres socorreram bancos holandeses em dificuldade. Na crise de 1825, o Banco da França socorreu o Banco da Inglaterra, enviando ouro a Londres. Novamente na crise prolongada de 1836-39, o Banco da Inglaterra recebeu ajuda do Banco da França e também de banqueiros de Hamburgo. Já na crise de 1846 foi a vez de o Banco da França socorrer-se de empréstimos junto ao Banco da Inglaterra e a banqueiros ingleses. Na década de 50 do século passado, houve menos cooperação internacional. O exemplo mais notável foi a negativa de socorro aos bancos de Hamburgo, durante a crise de 1857, feita pelos bancos centrais e privados de quase toda a Europa. A ajuda só veio, em dezembro daquele ano, através dos bancos de Viena. A crise de 1873 não registrou ação de socorro internacional, mas, na crise de Baring, em 1890, o Banco da Inglaterra, além da garantia nacional de socorro aos Baring Brothers, montou uma operação de ajuda internacional junto aos Bancos da França e da Rússia.

Na crise de 1920-21, não houve ações de LLR a nível internacional. A crise de 1931, iniciada com o colapso do Credit

Anstalt, em março, afetou toda a Europa e terminou com a suspensão da conversibilidade da libra, em setembro do mesmo ano. Devido à sua dimensão internacional, ela acentuou a necessidade de um organismo estabilizador a nível internacional.

Dois elementos destacam a dificuldade de ação de um LLR internacional nesses episódios: a crise de hegemonia sofrida pela Inglaterra e a postura hesitante dos Estados Unidos em assumir seu papel de liderança. A conclusão de Kindleberger é enfática: "Ninguém aprendeu a lição de 1931, com relação à necessidade de um emprestador de última instância." (Kindleberger, 1992: 250).

O Acordo de Bretton-Woods criou organismos internacionais, como o FMI, o BIRD e o BIS, que poderiam assumir o papel de LLR. No entanto a tarefa de reconstrução do Plano Marshall deixou em segundo lugar o papel desses organismos internacionais.

As primeiras necessidades de uma ação de LLR fizeram-se sentir no início dos anos 60. A ação de LLR começou a se efetivar através de uma rede de permutas, mecanismo que consistia numa operação entre BCs de registro de valores equivalentes de moeda estrangeira como ativo e moeda nacional como passivo, o ativo de um sendo o passivo do outro. Através dessa técnica, organizava-se uma espécie de "Clube de Bancos Centrais", com a intermediação do BIS, para atuarem como LLR. A rede de permutas, que se iniciou em 1962 entre o Fed e o Banco da França, com U\$ 50 milhões, 10 anos depois criava a disponibilidade de U\$ 18 bilhões.

O primeiro auxílio, superior a U\$ 1 bilhão, foi concedido para sustentar a libra inglesa. Entre 1964 e 1966, o "Clube" concedeu ajuda da ordem de U\$ 4 bilhões à Inglaterra. que,

apesar disso, se viu forçada a desvalorizar sua moeda em 1967. Em 1962, o Canadá recebeu mais de U\$ 1 bilhão; em 1963, outro bilhão é oferecido à Itália; e, em 1968, é a vez da França receber U\$ 1,3 bilhões para sustentar o franco.

No entanto o "Clube de Bancos Centrais" e o mecanismo de permutas perdeu funcionalidade na década de 70, com a crise de liderança dos Estados Unidos. Kindleberger, então, pergunta-se: "O FMI e o Banco Mundial podem oferecer uma alternativa ao declínio da liderança dos Estados Unidos?" (Kindleberger, 1992: 259).

Para o Banco Mundial, pelos seus objetivos, essa possibilidade fica mais distante. Mas a atuação do FMI e as alterações feitas no seu estatuto, principalmente as relativas ao Second Amendment, fizeram muitos autores, como Scaperlanda (1978), Mullineux (1987) e Cooper (1987), acreditarem que esse organismo estivesse se transformando em um verdadeiro BC mundial. O Second Amendment objetivava tornar os Direitos Especiais de Saque (DES) no principal ativo de reserva do sistema monetário internacional, o que os transformaria numa verdadeira moeda de troca e daria ao FMI características essenciais de um banco central.

Cooper (1987: 247) menciona a "crescente percepção da interdependência econômica e a necessidade de coordenação dos vários aspectos da política econômica. Essa percepção conduzirá, entre outras coisas, a um forte controle das taxas de câmbio e à aceitação das conseqüentes restrições ao exercício da plena soberania monetária."

No entanto, como afirma Mullineux (1987: 167), a possibilidade de transformar o FMI num BC mundial depende de se

transformar os Direitos Especiais de Saque numa moeda internacional. Seria, então, natural ao FMI exercer o controle sobre a administração da liquidez internacional e sobre as políticas monetárias em geral. Isso lhe daria também o poder de regular e supervisionar o sistema financeiro. Entretanto, essa possibilidade esbarra no problema das soberanias monetárias nacionais, como bem ressaltam Cooper e Mullineux:

"A principal limitação da capacidade do FMI de funcionar como prestador de último recurso, hoje, é sua limitação de recursos." (Cooper, 1987: 250);

"Os Estados Unidos e outros membros do FMI, especialmente os países industrializados, parecem não quererem garantir a independência financeira do FMI." (Mullineux, 1987: 167).

E quanto ao papel do BIS?

Ele atua como um verdadeiro banco dos bancos centrais, com o objetivo de promover a cooperação entre os mesmos. É inegável que o BIS desenvolveu facilidades emergenciais para operações financeiras internacionais típicas de LLR. Ele desempenha funções de banco dos bancos centrais: age como um fórum de discussão entre os BCs, realiza negócios bancários em seu auxílio, bem como pesquisas e coleta de informações de interesse dos BCs. "Como banco dos bancos, o BIS pode intervir nos mercados monetários em favor de um banco central-membro." (Mullineux, 1987: 171). Entretanto o limite de suas ações, nesse sentido, da mesma forma que para o FMI, lhe é dado pela limitação de seus recursos, uma vez que não conta com o poder de emissão.

A partir dessas observações, que lições podemos tirar da prática dos BCs em relação às crises de bancos internacionais e à instabilidade financeira, nas décadas de 70 e de 80?

Em primeiro lugar, houve ações típicas de LLR internacional nessas duas últimas décadas, tanto em termos de ajuda a bancos privados e a bolsas de valores, como em relação a países. Basta lembrarmos o caso da crise mexicana, do Herstatt Bank, de Colônia, e o do Franklin National Bank, dos Estados Unidos. Nos dois casos, houve um LLR nacional atuando sobre as finanças internacionais. No caso do Herstatt, um consórcio de bancos responsabilizou-se pelo passivo; e no do Franklin National, a FDIC norte-americana assumiu os depósitos até U\$ 40 mil e o Fed garantiu o restante do seu passivo.

Em setembro de 1974, o Grupo dos 10, mais a Suíça, após o choque da quebra do Herstatt Bank, reafirmaram a necessidade e a função de um LLR internacional. O comunicado da Reunião dos Governadores dos Bancos Centrais, no que diz respeito ao tema, é claro:

"Eles reconheceram que não seria prático estabelecer, a priori, regras detalhadas e procedimentos para o provimento de liquidez temporária. Mas eles se satisfazem com o fato de que os meios estejam disponíveis para esse fim e que possam ser usados se e quando necessários. Eles concordam em intensificar a troca de informações entre os Bancos Centrais sobre as atividades dos bancos nos mercados internacionais e, onde apropriado, intensificar mais as regulações que governam as posições de câmbio estrangeiro." (Apud: McClam, 1982: 285).

Deve-se notar que o sentido da declaração conjunta é consistente com a visão tradicional de que o socorro deve ser dado somente quando ocorrem dificuldades gerais de liquidez e

não para ajudar instituições individuais com problemas de liquidez. A declaração define ainda responsabilidades nacionais em relação às filiais internacionais de bancos privados. Mas essa posição sofreu a primeira fissura, quando, em 1982, o Banco da Itália se recusou a garantir o passivo da filial de Luxemburgo do Banco Ambrosiano.

Conforme declara o Governador do Banco da Inglaterra, Gordon Richardson:

"Meus colegas e eu, em Basel, estabelecemos claramente o princípio da responsabilidade da matriz: isto é, que os bancos matrizes devem assumir a responsabilidade final pelas subsidiárias e que os bancos centrais devem ser responsáveis pela supervisão das atividades de empréstimos dos bancos de sua própria nacionalidade, onde quer que o empréstimo seja efetuado. Nós estamos sempre desenvolvendo meios em que os princípios possam ser estendidos com o objetivo da supervisão preventiva, através de contas consolidadas para cada banco em escala mundial" (Apud: McClam, 1982: 286).

Os governadores dos principais BCs afirmam que estão sempre prontos a intervir como LLR do ~~e~~uromercado e que dispõem dos meios para tal. A questão que se coloca é, se esse acordo informal é suficiente para garantir a segurança e a estabilidade do sistema financeiro internacional, uma vez que, desde 1974, não foi mais colocado à prova.

Maior ênfase é dada à tarefa de regulação e supervisão preventiva, buscando-se tornar os mercados mais transparentes. Com esse objetivo, o BIS passou a publicar estatísticas periódicas, e os bancos centrais decidiram manter reuniões regulares, para troca de informações e tomada de decisões.

A divisão de responsabilidade entre os BCs implica que não existe um único emprestador internacional de última instância, mas, ao contrário, muitos LLRs nacionais, com responsabilidades compartilhadas. Essa concepção supõe, portanto, que a economia internacional seja simplesmente uma extensão das economias nacionais. Como diz ainda McClam (1982: 286): "Assim, através do conceito de divisão de responsabilidades, as funções de LLR remontam, no fundo, aos bancos centrais nacionais".

Dessa forma, a função internacional de LLR aparece como uma função nacional. A crise de hegemonia nas relações internacionais dificulta a construção de uma nova ordem internacional, que possa conciliar a autonomia da política doméstica dos bancos centrais com a estabilidade externa.

2.6 - Os dilemas atuais dos bancos centrais

Entre os dilemas atuais da função de LLR dos BCs permanecem os antigos dilemas do "risco moral", já levantados por Thornton e Bagehot. A diferença é que as regras pensadas por esses dois autores, para evitar o "risco moral" já não funcionam hoje, como ficou claro na atuação do Fed perante a crise dos bancos americanos, nas décadas de 60 e 70. Os BCs estão condenados a intervir como LLR.

Guttentag e Herring (1987) afirmam que, apesar da maioria dos BCs ter adotado, como regra estatutária, só atenderem a bancos solventes, na prática, acabaram por rejeitar os três princípios básicos de Bagehot: solvência, taxas punitivas e ambiguidade. Com efeito, a teoria clássica afirma que o socorro a um banco insolvente não só não o ajudaria a sobreviver, mas contribuiria também para minar a disciplina do mercado. Por outro lado, a eficiência da ação de LLR ficava fortalecida se o

mercado acreditasse que ela só valia para os bancos solventes, porque a ação efetiva de assistência seria um sinal de que o banco em questão era sólido e isso facilitaria o seu acesso normal ao crédito e reduziria o montante da assistência do BC.

Essa teoria, no entanto, se torna de difícil aplicação, porque, na prática, não é fácil separar a iliquidez da insolvência, tanto assim que os BCs não têm feito distinção em suas intervenções recentes, pois os custos sociais são elevados em qualquer dessas duas alternativas: deixar falir ou socorrer um banco falido. Como resultado, o mercado tende a associar as intervenções de LLR aos casos de insolvência e não de iliquidez.

Por outro lado, parece igualmente difícil a aplicação do segundo princípio de Bagehot, de se emprestar a taxas punitivas, pois um banco com problemas preferirá liquidar seus ativos menos líquidos a pedir socorro ao BC, pagando uma *penalty rate*. Dessa forma, tal taxa será de difícil aplicação.

Em relação ao dilema, "regras explícitas ou ambigüidade", os BCs preferem esta última, pois, quanto mais explícita for a garantia de socorro, mais ela corroerá a disciplina do mercado, incentivando as instituições financeiras a práticas cada vez mais inovadoras e arriscadas. Mas, a ambigüidade também tem seus custos, ao afetar a confiança no sistema. A incerteza da intervenção alimenta a corrida e o pânico, como enfatizou Bagehot. Além disso, a concentração bancária e o princípio, *to big to fail*, tornaram obrigatória a ação de LLR. "Não conhecemos nenhum caso de ameaça de quebra de um grande banco em que um LLR, com poder de preveni-la, não o tenha feito". (Guttentag e Herring, 1987: 171). As intervenções do Fed nas crises dos bancos americanos dos anos 70 e 80 e a ação coordenada dos BCs do Grupo dos 7 na crise das Bolsas de 1987 e 1989 não deixam dúvida a este respeito.

A dimensão internacional das crises bancárias e a instabilidade financeira aprofundaram o dilema da ação de LLR. Além do risco moral, a ação de LLR pode conflitar com a política monetária. A questão atual é saber como superar esses dilemas modernos do LLR. O debate sobre essa questão é ainda pouco esclarecedor. Minsky e Aglietta propõem, como medida de segurança, aumentar o capital dos bancos e reforçar os instrumentos de supervisão preventiva e de regulação. Esses dispositivos, no entanto, podem afetar a rentabilidade do sistema bancário e, em conseqüência, a saúde do mesmo. Além disso, a cada esforço dos BCs, os bancos respondem com novas práticas bancárias e inovações financeiras, com o objetivo de fugir ao controle das autoridades e explorar novas oportunidades de ganho, no plano doméstico e internacional. Nesse "jogo viciado", os BCs são permanentemente colocados em xeque. Por ter entendido sua natureza Tobin (1986: 32) sugere que "Não há qualquer solução completa possível para este dilema, embora se espere limitar seu alcance."

2.7 - A arte (de Sísifo) dos bancos centrais

Podemos resumir a idéia principal deste capítulo, comparando a função de LLR dos BCs a uma tarefa de Sísifo. Examinemos as razões desse fato e suas conseqüências para a análise da questão da independência dos BCs.

Em primeiro lugar, o monopólio da emissão monetária, no contexto de um padrão fiduciário de moeda inconvertível, poderia sugerir que, finalmente, depois de um longo processo evolutivo, o dinheiro é unicamente uma criação estatal. O governo, através do BC, teria plenos poderes para controlar a oferta monetária, e, estando esta sob controle, a estabilidade monetária estaria ao alcance dos BCs. Mais que isso, o processo inflacionário que se desenvolveu à medida que a moeda se desvinculou de seu lastro material, após a Primeira Guerra Mundial, mas sobretudo após a

Segunda, seria decorrência direta do abuso do poder de emissão por parte dos BCs.

Essa é realmente a interpretação que autores monetaristas fazem da história, da teoria e da gestão monetárias nas condições atuais. Nesse contexto teórico, a solução para o controle da oferta monetária e, através dele, do processo inflacionário seria tornar os BCs independentes do governo ou submetê-los a regras estritas de emissão.

No entanto, como vimos ao longo da análise da função de LLR dos BCs, na sua versão clássica e, especialmente, na sua versão moderna, a história, a teoria e a gestão monetárias são muito mais complexas do que sugere a visão monetarista. A linha central da análise dos BCs como LLRs procurou evidenciar o caráter complexo e evolutivo das relações entre os BCs e os bancos privados. A questão central dessas relações reside na crescente endogeneização do dinheiro de crédito e na dificuldade dos BCs em impor limites ao poder monetário dos bancos, ou seja, no fato de que "(...) os bancos comerciais se apropriaram demasiadamente de uma parte da soberania monetária." (Carli, 1987: 215).

A evolução institucional dos bancos e as inovações financeiras são o resultado de sua luta em preservar e ampliar seu poder de emissão de dinheiro de crédito e das tentativas dos BCs de controlar esse poder que, ao longo da história, provocou recorrentes crises e bancarrotas e instalou a instabilidade no centro financeiro da economia. Por sua vez, o desenvolvimento do papel de LLR endogeneizou as políticas dos BCs e estes se tornaram reféns da iniciativa dos bancos privados na criação

monetária.²⁵ Os dilemas clássicos e modernos colocados pelo "risco moral" espelham esta situação.

O sentido mais profundo da função de LLR é a incapacidade dos BCs em prevenir as crises financeiras, ou seja, ter de atuar como "última instância" significa a falta de poder para atuar em "primeira instância". Ao colocar em xeque o poder monetário dos BCs, a função de LLR afeta profundamente as relações entre os BCs e o governo, pois questiona sua capacidade e torna mais complexa sua função de controle da oferta de moeda. Nesse sentido, a proposta monetarista da regra monetária automática ou a da independência dos BCs, para garantir o controle estrito da oferta de moeda, fica comprometida na base de seu principal argumento. A liberdade da finança moderna, especialmente a sua dimensão internacional, parece ter transformado a "arte" dos BCs numa verdadeira tarefa de Sísifo.

²⁵ "Ao mesmo tempo, dentro deste quadro, o banco central torna-se coadjuvante das formas pelas quais as instituições financeiras vão bancando suas posições, financiando-as." (Braga, 1993: 32).

CAPÍTULO 3 - AS RELAÇÕES DOS BANCOS CENTRAIS COM O GOVERNO: ALÉM DA DICOTOMIA DEPENDENCIA _ INDEPENDENCIA

O objetivo deste capítulo é analisar a natureza e a estrutura das relações dos bancos centrais com o governo. No Capítulo 1 verificamos a ambigüidade que caracteriza os BCs enquanto instituições. No Capítulo 2 analisamos a natureza interdependente das suas relações com os bancos privados a partir do estudo sobre a teoria do prestador de última instância. É com base nas conclusões desses dois capítulos, e a partir de uma avaliação do debate sobre a independência, que pretendemos analisar, agora, as relações entre os bancos centrais e o governo. Esperamos que um exame crítico desse debate possa fornecer os elementos necessários para atingirmos nosso objetivo.

Este capítulo se divide em duas partes. Na primeira, fazemos um estudo de caráter histórico sobre a questão da independência, procurando ver como a mesma veio sendo discutida ao longo da história dos bancos centrais e em que medida ela traduz a estrutura das relações dos bancos centrais com o governo. Nessa parte histórica analisamos, também, os estatutos e as práticas de alguns BCs mais importantes, para verificar como são suas relações formais e efetivas com seus respectivos governos. Nesse sentido, fazemos uma avaliação crítica do debate sobre a independência do Bacen.

Na segunda parte do capítulo, fazemos uma avaliação do debate propriamente teórico da questão. Discutimos ali o problema do conceito de independência, bem como as diversas posições e argumentos favoráveis e contrários à mesma. Nossa análise buscará respostas para algumas perguntas, que julgamos relevantes no estudo dessa questão: é possível conceber instituições independentes no contexto de um Estado

democrático? Podem os BCs desempenhar suas funções específicas sendo totalmente submissos a seus governos? Como se estruturam as relações entre BCs e governo? Existem bancos centrais formais e efetivamente independentes? Como se caracteriza essa independência? Como explicar as divergências entre as normas legais e os comportamentos efetivos dos BCs? Em que medida as normas legais determinam as suas ações práticas? Se os BCs não costumam agir de acordo com o que prescrevem seus estatutos, para que serve a independência? O que está implicado na questão da independência para que a mesma seja tão polêmica? A independência traduz a verdadeira natureza das relações dos BCs com o governo?

3.1 - Uma visão histórica da independência dos bancos centrais

3.1.1 - O mito da questão da independência?

Ferreira e Freitas (s/d: 30) propõem-se a "avaliar se existem de fato bancos centrais independentes ou se essa questão é um mito". Apesar de sua análise ser fortemente inconclusiva, com algum esforço, podemos dizer que, para eles, realmente "essa questão é um mito". Com o objetivo inicial de detectar as visões históricas diferentes sobre essa questão, vamos resgatar algumas passagens desse texto de Ferreira e Freitas para, depois, confrontar essa posição com outras análises da realidade internacional.

A preocupação de Ferreira e Freitas consiste em provar aos que "advogam a transformação do Banco Central do Brasil em uma instituição autônoma, livre de controle dos poderes legislativo e executivo" que tais BCs não existem. Para isso, abordam três aspectos das relações entre os BCs e o Governo: a independência

financeira, a independência administrativa e a independência técnica. Suas conclusões são as descritas a seguir.

Do ponto de vista financeiro, "todos os bancos centrais dos países em estudo transferem a totalidade ou parte de seus lucros ao governo", ou seja, a conclusão lógica será, que eles não são financeiramente independentes do governo. Do ponto de vista administrativo, "todos os bancos centrais estudados estão sujeitos a algum tipo de controle por parte do Executivo ou do Legislativo." Como, para os autores, uma instituição é independente, quando está "livre dos controles dos poderes legislativo e executivo", a conclusão lógica é que os BCs não possuem também independência administrativa.

Se isso é verdade, como explicam os longos mandatos de 14 anos dos Diretores do Fed e a garantia de não demissão de seu Presidente pelo Poder Executivo? Eles se limitam a acentuar o contraste entre os esquemas formais de independência e a falta de independência real:

"Esta sistemática de nomeação dos dirigentes do Fed foi concebida para minimizar a influência do presidente da República sobre o Banco, mas na prática não viabilizou, com raras exceções, uma atuação independente do ponto de vista da execução da política econômica." (Ferreira e Freitas, s/d: 34).

Do ponto de vista da independência técnica dos BCs, além de mencionar a situação subordinada dos Bancos da Inglaterra, do Japão, da Itália e da França, que sabidamente não possuem autonomia para formular a política econômica, a análise restringe-se ao caso do Federal Reserve e do Bundesbank. Em relação a este último, reconhecem sua indiscutível independência, mas concluem que "já existem, entretanto, alguns sinais de que os amplos poderes do Bundesbank deverão ser, em

breve, reduzidos". Em relação ao Fed, apesar de reconhecer seu "considerável grau de independência", conclui o texto que, na prática "não viabilizou, com raras exceções, uma atuação independente"; ao contrário, "desempenhou, ao longo de sua história, um papel secundário na formulação e na coordenação da política econômica norte-americana". A gestão independente de Volker foi uma exceção e não a regra.¹

Resumindo sua leitura da experiência internacional, concluem os referidos autores que:

"No que se refere à autonomia do banco central, no desempenho de suas funções técnicas, observa-se, nos países analisados, a subordinação dos bancos centrais à tendência de execução coordenada das políticas macroeconômicas domésticas. Mesmo nos países onde os bancos centrais possuem independência frente aos demais poderes para deliberar e implementar a política monetária (Alemanha, por exemplo), existem circunstâncias atuando no sentido de reduzir os poderes do banco central como órgão máximo de manejo das condições de liquidez da economia. É provável que no futuro, cada vez mais, os bancos centrais estarão se curvando ante a premência da coordenação das políticas fiscal, monetária e cambial, ditada pelo vigoroso e contínuo crescimento da internacionalização dos fluxos comerciais e financeiros (monetários e de capitais)." (Ferreira e Freitas, s/d: 35-36).

Como avaliar essa leitura da questão da independência a nível internacional? Algumas contradições parecem claras. Em primeiro lugar, reconhecem os autores a existência de BCs que "possuem independência frente aos demais poderes para deliberar e implementar a política monetária". Por outro lado, fica salientado o contraste entre a independência legal e a prática

¹ "Com a saída de Volker, o Fed perdeu grande parte do seu brilho, mas ainda não voltou a ter um status secundário na coordenação macroeconômica. Entretanto isto é só uma questão de tempo. Cedo ou tarde, o presidente dos Estados Unidos poderá reassumir o comando da economia, reduzindo a autonomia do banco central." (Ferreira e Freitas, s/d: 40).

dos BCs que acompanham a orientação da política econômica do governo. Se isto é verdade, então parece desprovida de sentido a preocupação de que a independência formal dos BCs seja um obstáculo à coordenação das políticas monetária, fiscal e cambial. Por outro lado, cabe então perguntar pelo sentido da independência legal, se ela não se traduz sempre em comportamentos efetivamente independentes. Mais ainda, pode-se interpretar tal comportamento como dependente? Seria correto interpretar a ausência de conflito, como sintoma de falta de independência? Afirmam os referidos autores que o fato de o Fed ter geralmente acompanhado o Presidente significa uma falta de comportamento independente. Isto nos parece refletir uma visão também simplista das complexas relações que os BCs mantêm com o Governo.

Por último, é importante notar, como fazem os autores, que todos os BCs importantes têm, como órgão diretivo máximo, um colegiado, denominado de "Junta de Diretores", "Conselho Superior", ou "Federal Reserve Board", como é o caso americano, cujo objetivo é tornar o BC representativo dos diversos interesses da sociedade e garantir que suas políticas não se afastem muito da orientação da política governamental. Este é um aspecto relevante para se entender, porque os BCs formalmente independentes geralmente acompanham a orientação da política governamental.

Como podemos ver, as questões relevantes colocadas pelos próprios autores demonstram que a questão da independência não é um mito, mas uma realidade complexa, que acompanha a história dos bancos centrais.

3.1.2 - A evolução histórica da questão da independência

Podem-se distinguir quatro fases no debate dessa questão. Na primeira, anterior à Guerra de 1914, o pensamento econômico era mais favorável a um estreitamento das relações entre os BCs e Governo. Na segunda, que cobre a maior parte do período da Reconstrução Européia, do início da década de 20, até meados dos anos 30, desenvolveram-se argumentos favoráveis à independência dos BCs. Na terceira, que vai da metade dos anos 30 até o final dos anos 60, os BCs perderam sua independência e se articularam às políticas governamentais. Finalmente, a partir do final da década de 60, o princípio da independência dos BCs volta ao centro do debate econômico. Vejamos sumariamente essa evolução pendular.

Na primeira fase, vigoravam as regras do padrão-ouro, que deixavam pouco espaço para a autonomia dos BCs. Suas funções resumiam-se à emissão e ao redesconto. Nesse contexto, como Ressalta Magalhães (1971: 251), a idéia de independência ligava-se mais a razões jurídicas que propriamente econômicas, pois, como a cunhagem metálica e a emissão de papel eram um direito do Estado, o órgão emissor devia estar a ele subordinado.²

O que os banqueiros centrais podiam fazer era decidir se e quando agiam, ou deixavam de agir. Nessas decisões, o padrão-ouro funcionava mais como um pretexto para afastar as pressões políticas sobre os assuntos monetários.

² Por isso: "Nesse contexto ideal, o grau de independência do banco central teria tido pouca importância e os argumentos levantados em favor da independência teriam tido pouco peso. Mas a questão da independência não desapareceu da agenda política, em parte porque os banqueiros centrais estavam, na prática, muito menos constrangidos pelo padrão ouro, do que pareciam estar na teoria. Embora professassem sua fé no padrão ouro, os banqueiros centrais não seguiam uma regra monetária rígida." (Goodman, 1992: 26-27).

Com a Primeira Guerra sucumbiram tanto o padrão-ouro, quanto o tipo de relações que o mesmo engendrava entre BC e governo. Fortaleceu-se, então, a corrente contrária à subordinação do BC ao Estado, opinião que ficou expressa nos estatutos de muitos BCs fundados depois desse período. A causa dessa mudança estava nas emissões forçadas pela própria guerra. Com efeito, o auge da dependência acontece durante a Guerra, pois qualquer resistência dos BCs aos esforços de financiar os gastos bélicos seria vista como uma veleidade pelos governos beligerantes.

Após a Guerra, como o retorno ao padrão-ouro parecia uma tarefa impossível, os governos procuraram estabilizar suas moedas, recorrendo às reservas externas. Os Estados Unidos e a Inglaterra passaram, então, a impor como condição para conceder auxílio financeiro que esses governos retomassem o controle sobre suas finanças, equilibrassem seus orçamentos e diminuíssem seus empréstimos sobre o sistema bancário. Para garantir essas condições, os BCs deveriam tornar-se independentes de seus respectivos governos.

A Conferência de Bruxelas votou uma resolução recomendando a completa independência dos BCs: "(...) os bancos e, particularmente, o instituto de emissão, devem estar livres de toda pressão política e gerirem-se unicamente segundo os princípios de uma política financeira prudente." (Apud: Magalhães, 1971: 253).

Essa orientação inspirou as reformas dos BCs existentes e a criação dos novos BCs. A Hungria e a Austria foram os primeiros países a aceitarem os termos da ajuda financeira, cujas condições eram supervisionadas pelo Comitê Financeiro da Liga das Nações. Seguiram-se a Grécia, a Estônia e a Bulgária.

Na Alemanha, o Plano Dawes proclamava: "O Reichsbank é um banco independente do controle do governo." Muitos BCs da América do Sul criados nesse período, como o da Bolívia, o do Chile, o da Colômbia, o do Equador e o do Peru, incorporaram o princípio da independência em seus estatutos. O Relatório de Sir Otto Niemeyer, que visitou o Brasil, em 1931, a convite do Governo brasileiro, também recomendou a criação de um banco independente em nosso país.

O movimento em favor da independência fortaleceu-se ao longo de toda a década de 20, mas logo perdeu forças com o advento da crise de 1929.³ Um país depois do outro começou a nomear dirigentes dos BCs mais articulados com as políticas governamentais. A década de 30 marcou as maiores mudanças nas relações entre governo e BC, seguindo a tendência de maior planejamento econômico e de crescente intervenção do governo na economia. Essa tendência acentuou-se a partir de 1935, com a mudança nas relações entre o Fed e o Tesouro americano, reforçando a posição deste último. Na França, a nacionalização aconteceu em 1936. Ainda em 1936 a mesma tendência chegou à Dinamarca, à Nova Zelândia, à Bolívia, ao Canadá, ao Paraguai, à Itália e à Grécia. Na Alemanha, a nacionalização aconteceu em 1937. Depois da Segunda Guerra, houve uma nova onda de nacionalizações. Em 1946, foi a vez do Banco da Inglaterra e do Banco da Argentina. Em 1947, da Espanha e, em 1948, a Romênia, a Hungria, a Índia, a Holanda e o Egito nacionalizaram seus BCs. Embora o fenômeno fosse geral, as razões variavam de país para país:

"Em alguns casos, a ampliação do controle estatal foi uma simples consequência do regime político totalitário (Alemanha e Itália), ou do

³ "Depois desse ano, a tendência em favor da autonomia, que havia dominado o primeiro decênio do período após Guerra, sofreu uma reviravolta, dando lugar a uma nova orientação, que se dirigia para o revigoramento do controle estatal sobre os bancos centrais, como organismos incumbidos da direção monetária." (Magalhães, 1971: 254).

domínio dos partidos políticos socialistas em países democráticos (França, Nova Zelândia), mas, em outros (Estados Unidos, Dinamarca, Paraguai, Canadá e Grécia), correspondeu à necessidade de adaptar a administração e os poderes do Banco Central ao ambiente econômico dos últimos tempos". (Magalhães, 1971: 257).

O maior controle sobre os BCs foi a forma de que se valeram os governos para sustentar suas políticas de intervenção no período posterior à Segunda Guerra. A dependência dos BCs que caracterizou essa terceira fase compreendia: controle da propriedade do banco, designação de sua direção, participação no conselho de diretores e aprovação das suas políticas pelo governo. Curiosamente, esses também são os principais elementos que devem configurar a idéia de independência na quarta fase dessa evolução.

A controvérsia atual sobre a independência dos BCs acontece num contexto muito diverso dos anteriores: o fim do Sistema de Bretton-Woods, o novo padrão fiduciário e o processo de liberalização e globalização financeiras que marcaram as décadas de 70 e 80. Nos dias atuais, a reivindicação de maior independência para os BCs parece expressar essa nova correlação de forças marcada pelo predomínio da finança privada doméstica e internacional. Com efeito, o abandono do padrão dólar-ouro, em 1971, e das taxas fixas de câmbio, em 1973, parecia significar o fim das restrições externas sobre a administração das moedas nacionais⁴. Finalmente, cada país estaria livre para determinar suas prioridades nacionais. Mas os BCs passaram a viver uma situação paradoxal. Essa conquista de independência não passa de uma ilusão, pois a inexistência de regras internacionais e, especialmente, o regime de câmbio flutuante,

⁴ Ver Miranda (1992: 6).

ao permitirem ampla liberdade ao movimento de capitais, em vez de representarem a afirmação das soberanias monetárias nacionais, colocam em xeque essa mesma soberania e questionam o próprio sentido da independência dos BCs. Paradoxalmente, na vigência do padrão-ouro e do regime de Bretton-Woods, a independência teria mais sentido, pois os BCs tinham mais liberdade e maior poder efetivo para administrar suas moedas nacionais. Apesar das restrições internacionais à autonomia doméstica, esse controle era possível, porque os bancos dominavam o circuito do crédito, e o movimento de capitais estava, de certa forma, subordinado às políticas monetárias nacionais. Nessas circunstâncias, a moeda emitida pelos BCs possuía elevado grau de exogenia em relação ao sistema financeiro. Mas, com o fim do Acordo de Bretton-Woods e a internacionalização do circuito do crédito, com o mercado de eurodólar e com o regime de flutuação cambial, a criação de liquidez internacional desloca-se da esfera de ação dos BCs para a dos eurobancos, afetando o poder de controle dos BCs sobre suas próprias moedas.⁵

Face a essa nova realidade internacional e à forma como a mesma põe em xeque as soberanias dos Estados Nacionais, qual o sentido da reivindicação de maior independência dos bancos centrais? Para alguns autores, como Fiori (1994) e Carvalho (1994), essa proposta realmente não faz sentido. Para outros, porém, como Goodhart (1994) e Aglietta (1992), a independência confere melhores condições para os BCs enfrentarem os novos desafios da finança internacional. Para entender as possibilidades de ação dos BCs não basta considerar as restrições internacionais; é preciso, sobretudo, avaliar como eles podem se equipar institucionalmente para enfrentar esses novos obstáculos.

⁵ Nesse sentido afirma Braga (1993: 36): "Há uma perda do monopólio do crédito e do sistema de pagamentos pelo sistema bancário: autoridades monetárias e bancos comerciais. A oferta de crédito e o sistema de pagamentos não estão mais controlados pelos bancos centrais e comerciais nacionais, e há uma forte tendência à *financeirização com moedas privadas*."

É nessa perspectiva histórica da evolução pendular de afirmação e de negação do princípio da independência e nesse novo contexto internacional, que vamos analisar o debate atual sobre a questão da independência dos BCs.

3.1.3 - A realidade internacional: harmonia, tensão e conflito

3.1.3.1 - O Banco da Inglaterra e a "visão" do Tesouro

"Em todos os sentidos, (o Banco da Inglaterra) é para a moeda o que a Basílica de São Pedro representa para a Fé". (Galbraith, 1983: 33). Esta afirmação de Galbraith ilustra o tipo de autonomia de que goza aquele Banco face ao Tesouro. As relações operacionais existentes entre o Banco da Inglaterra e o Tesouro fornecem importantes elementos para o estudo da questão da independência dos BCs. Sua análise permite-nos afirmar que o Banco preserva o sentido originário da autonomia que justificou sua criação. Certamente, se o público não acreditasse que a criação do Banco, em 1694, significava uma forma sadia de financiamento do Tesouro Real, não daria credibilidade às notas por ele emitidas. Sua razão de ser, mesmo antes de assumir funções de BC, foi impor restrições ao financiamento inflacionário do Tesouro. Desde seus primórdios, financiar o Tesouro sempre foi um dever do Banco, mas esse financiamento obedecia a determinadas condições, garantidas pelo Banco, fato que levava a uma constante cooperação entre as duas instituições.

Mas as relações cooperativas não significam uma completa independência, nem uma completa subordinação do Banco em relação ao Tesouro. No caso inglês, as coisas sempre foram muito claras: absoluta deve ser a autoridade do Tesouro sobre o Banco, sem que isso signifique anulação da identidade institucional, da vontade e da liberdade de opinião do Banco. O poder de "direção" pertence ao Tesouro e o poder de "visão", ao

Banco. Ser conselheiro (*adviser*) do Governo, inclusive sobre política fiscal, é não só um direito do Banco, mas também sua obrigação. O Banco da Inglaterra tem o direito de ser consultado na formulação da política governamental. As palavras de Montagu Norman, um dos seus Governadores mais importantes, são esclarecedoras: "Vejo o Banco com o único direito de oferecer conselhos e, através deles, importunar até o ponto de chatear, mas sempre, evidentemente, sujeito à suprema autoridade do governo." (Apud: Cairncross, 1988: 47).

Nesse mesmo sentido vai a sugestão de Cobbold (1987: 49), ex-Governador do Banco, quando afirma que o BC deve ter a liberdade de dizer ao Governo: estamos em desacordo, e o Governo conhece nossa posição; como a responsabilidade final é sua, sugerimos que tome a decisão que julgar mais apropriada e torne público que tal decisão não é nossa, mas exclusivamente sua.

Cairncross (1987: 70) lembra a força dos "conselhos" do Banco sobre a formulação da política governamental, afirmando que, "(...) o governo nunca deixou de atribuir grande peso aos pontos de vista expressos pelo Governador [do Banco]". O MacMillan Committee, ao analisar as questões monetárias da Inglaterra, em 1931, antes de sua nacionalização, via o Banco como "(...) uma instituição privada, praticamente independente de qualquer forma de controle legal, salvo em relação a seus poderes de banco emissor e garantidor de empréstimos ao Estado." (Apud: Cairncross, 1988: 68).

Pelo Ato Bancário de 1946, que nacionalizou o Banco, ficava clara a linha divisória entre aquilo que eram os "assuntos do Banco", pelos quais ele era o responsável "primário" e "direto" e as outras atividades, em que não passava de um mero "agente" do governo. Entretanto, na concepção britânica, a política monetária "é parte da política econômica do país" e a estabilidade monetária é uma noção

complexa, que não pode ser atingida pela ação individual nem do Banco nem do Tesouro, mas requer a ação conjunta de ambos, sob o respaldo da ação governamental. Nesse sentido:

"A experiência britânica indica que não há alternativa fora de uma estreita relação de trabalho, em que cada um preserva sua independência de opinião, mas que a responsabilidade pelas decisões maiores permaneça com o governo." (Cairncross, 1988: 71).

O que significa essa independência do Banco da Inglaterra? Uma simples independência operacional na execução da política do Tesouro? Aceitar esse papel para um BC equivaleria a reduzi-lo a um simples departamento no âmbito da burocracia estatal. Deve-se notar que, se sua posição especial entre os demais órgãos estatais está associada à sua condição de monopolistas da emissão monetária, em função da qual foram colocados pela experiência histórica, como instituições separadas do governo, então esse estatuto deve significar algo mais que uma simples autonomia operacional. Esta independência deve significar o poder de dizer não às emissões inflacionárias. Como vimos, a última palavra pertence sempre ao Governo, mas neste caso também lhe cabe toda a responsabilidade.

Um fato pouco lembrado pela literatura é que o Governador do Banco da Inglaterra tem mandato fixo de cinco anos, e os demais diretores, de quatro. Em face disso, o Governador pode renunciar, mas não ser demitido pelo Governo. Além da independência efetiva, esse elemento configura alta independência formal. A autoridade máxima do Banco é formada pelo Comitê da Tesouraria, composta pelo Governador, pelo Vice-Governador e por cinco diretores. Na divisão de responsabilidades, o Tesouro pode decidir sobre a "direção" da política monetária, mas antes tem a obrigação de consultar o Banco. Por sua vez, o Banco decide sobre a política financeira em relação aos bancos, mas, neste caso, o Tesouro só pode interferir através de pressões sobre o Banco. Devemos lembrar, ainda, que o poder de "direção" do Tesouro sobre o Banco nunca

foi usado e, provavelmente não o venha a ser. A política governamental é discutida com antecedência e qualquer mudança pelo Banco requer aprovação do Ministro das Finanças. Na administração da dívida pública, o Banco toma a iniciativa de levar à consideração do Ministro do Tesouro novas emissões de títulos. Finalmente, em relação à política cambial, as decisões estratégicas são discutidas entre o Banco e o Tesouro e tomadas a nível ministerial, mas as decisões de rotina são de responsabilidade do Banco.

Em conclusão, é difícil sabermos o nível dos desentendimentos existentes entre o Banco e o Tesouro, bem como em que medida a "visão" do Banco influencia a formulação da política governamental. "O que sabemos é que nenhum Governador renunciou e nenhum Ministro jamais emitiu uma ordem." (Cairncross, 1987: 71).

3.1.3.2 - A independência do Federal Reserve

Embora as leis, que regulamentam o BC norte-americano, não usem a palavra independência, podemos dizer que ele é formalmente independente desde sua criação. Os aspectos formais de sua independência traduzem-se no longo mandato dos membros de sua Junta de Governadores e no mandato fixo de seu Presidente, que não pode ser demitido pelo Poder Executivo. Entretanto, pela Constituição americana, os poderes monetários pertencem ao Congresso e o Fed exerce-os por delegação do mesmo, devendo submeter-lhe semestralmente seus objetivos de política monetária, que devem ser compatíveis com a política fiscal, de crescimento e de emprego do Governo. Se houver conflito de objetivos, o Congresso pode rejeitar a proposta do Fed. Por outro lado, o Poder Executivo pode exercer, como de

fato tem feito, uma influência decisiva sobre o comportamento de seu BC.

Essas primeiras observações permitem que perguntemos juntamente com Sylla (1988: 25): "Em que sentido o Sistema Federal de Reserva é independente"? Galbraith oferece uma resposta muito peculiar:

"Os governos mantêm os seus bancos centrais na mais curta das rédeas. Isso é verdade, juntamente com outros, no caso do Sistema Federal de Reserva, que goza da liturgia, mas não da realidade da independência." (Galbraith, 1983: 33).

É nosso objetivo aqui tentar responder à questão que formulamos acima, procurando explorar o significado da afirmação de Galbraith. Um rápido exame histórico permitirá compreender melhor a natureza dessa independência.

A história das relações do Fed com o Executivo e com o Tesouro intercala períodos de harmonia com situações de conflito aberto. Durante a Primeira Guerra Mundial, o Fed esteve totalmente subordinado ao Presidente. Pelas próprias razões da Guerra, o Fed transformou-se na "janela de venda de títulos do Tesouro". Na Grande Depressão, apesar da exclusão de dois representantes do Tesouro na Junta de Governadores do Fed, o New Deal aumentou os poderes do Presidente e do Tesouro sobre a política monetária. O Emergency Banking Act, de 1933, conferiu ao Governo um controle quase completo sobre o BC e os bancos.

Durante a Segunda Guerra Mundial, novamente, a política do Fed esteve submetida às razões bélicas. Nos anos do Pós-Guerra, desenvolveu-se um conflito entre a política monetária de

estabilização dos preços do Fed e o esforço de baixar os custos da dívida pública do Tesouro. O conflito resolveu-se através do Acordo Fed-Tesouro⁶, de 1951, o qual liberou o Fed de sustentar o preço dos títulos públicos no mercado e recriou a possibilidade de uma política monetária independente. A partir desse momento, no entanto, os conflitos e as controvérsias sobre a independência do Fed acentuaram-se. Houve claras divergências do Fed com o Presidente Eisenhower, em 1956, com o Presidente Kennedy, em 1961, e com o Presidente Nixon, anos mais tarde. Em 1979, deu-se o conflito mais acentuado da história do Fed, quando o seu Presidente, Paul Volker, adotou uma política de juros elevados, sem a aprovação e mesmo contra a vontade do Presidente Carter.

Como podemos ver a partir dessa rápida análise histórica, os aspectos formais não traduzem toda a problemática, que cerca o comportamento de um BC. Embora não expliquem de todo esse comportamento, pois ele depende também das condições políticas e da conjuntura econômica, nem por isso deixam de ser importantes. É por isso que, mesmo sendo o Fed formalmente independente, ao longo de sua história, quase sempre acompanhou o Presidente e a política fiscal do Governo. Isso, no entanto, não significa necessariamente falta de comportamento independente, pois, como sugere Caesar (1991), a independência efetiva supõe justamente uma ação cooperativa entre a autoridade monetária e a autoridade fiscal.⁷ Embora o potencial de situações conflitivas tenha se elevado muito na década de 70, com o aumento da inflação, a recessão, o desemprego e o

⁶ "Depois de quase 40 anos de luta, o acordo finalmente estabeleceu o Fed, como uma agência madura. (...) definiu claramente que o Fed era uma agência política, cujo poder depende do equilíbrio do poder político que ele pode conseguir, a partir dos seus constituintes-chaves (*constituencies*): o Presidente, o Tesouro, os grupos de interesse, como os banqueiros e o Congresso." (Kettle, 1986: 10).

câmbio flexível, sua ocorrência menor no passado não pode ser interpretada como falta de independência efetiva do Fed. Por outro lado, não se pode negar que a personalidade de seus dirigentes tenha sido fator de afirmação de sua independência, mas isto não diminui a importância de seu estatuto legal.

O sentido da independência do Fed pode ser avaliado através de outras duas perguntas, também formuladas por Sylla:

"Pode o Federal Reserve, sem a aprovação prévia do Presidente ou do Congresso dos Estados Unidos, ou de qualquer outro grupo de interesses de fora do próprio Fed, implementar e sustentar uma política monetária não preferida pelo Presidente, pelo Congresso ou por outros interesses?" (Sylla, 1988: 25).

A maioria dos estudiosos do Fed responderia afirmativamente a esta pergunta, fato que demonstraria seu alto grau de independência real. Esse parece ter sido o tipo de independência política pensada pelos fundadores do Fed. No entanto, na maior parte de sua história, ela não foi exercida.

O segundo significado da independência do Fed diz respeito a sua capacidade de atingir seus objetivos, independentemente das ações dos outros órgãos do Governo e caracteriza-se pela pergunta:

⁷ "A independência do banco central já não é, em princípio, um problema legal, mas está determinada principalmente pelas restrições políticas e pelo peso que possuem. Em última instância, depende do grau em que existe acordo a respeito das metas de política econômica, e em especial sobre a política monetária. Então, a pergunta sobre qual seria o grau ótimo da independência não pode ser respondida a priori, mas depois de analisar as condições sociais e políticas de um país dado e as prioridades políticas que lhes sejam relevantes. O valor didático da independência de jure do banco central não é impugnado por este argumento." (Caesar, 1991: 78).

"Pode o Fed conseguir seus objetivos de política monetária de estabilidade do nível de preços e de baixa taxa de juros, em face de agudos déficits resultantes da decisão do Presidente de não aumentar impostos e da vontade do Congresso de não cortar despesas governamentais?" (Sylla, 1988: 25).

A resposta a essa segunda pergunta, de um ponto de vista macroeconômico e da experiência histórica, é negativa. Dessa forma, no que diz respeito aos objetivos, o Fed não pode agir tão independentemente das demais políticas governamentais. Ou seja, o BC é mais eficiente em realizar seus próprios objetivos quando age em cooperação com outros poderes, quando usa sua independência e seus poderes para influenciar a política econômica, do que quando procura confrontar-se a ela.

Que avaliação podemos fazer dessa breve análise da independência do Fed? Se ela não tem significado, como sugerem Ferreira e Freitas (s/d), por que o Congresso, até hoje, não alterou o estatuto do Fed e o transformou num órgão completamente subordinado ao Executivo e ao Tesouro, como sugerem Johnson (1964) e Friedman (1968)?

Como podemos ver, as contradições entre a independência formal e a efetiva do Fed expressa a natureza complexa de suas relações com o Governo. De um lado, o grau elevado de independência legal e, de outro, a permanente colaboração com a política governamental. A independência formal parece ter mais a função de uma salvaguarda para ser usada nos momentos extraordinários. Por um lado, os BCs sempre procuram formular e sustentar seu próprio ponto de vista sobre a política monetária. Nesse sentido, parece inevitável que o exercício do papel de BC gere conflito com o Governo. Por outro, também ficou a lição de que o BC não consegue alcançar seus objetivos sem uma ação cooperativa com as demais políticas.

3.1.3.3 - A independência do Bundesbank

O Bundesbank (BB) é um dos poucos BCs que têm autonomia para formular a política monetária e, também, um dos poucos que têm um mandato constitucional explícito para proteger o valor da moeda. Por outro lado, ele tem o dever formal de apoiar a política econômica e o Executivo pode decretar o efeito suspensivo de suas decisões por duas semanas.

Aglietta define assim o triângulo de ouro do BB: autonomia, objetivos precisos e instrumentos limitados. Nesse sentido:

"Sua autonomia é tanto maior, quanto suas funções são precisas e seus instrumentos limitados. Ele vela pela qualidade da moeda, e seus instrumentos (essencialmente a política de taxas de juros) são limitados a essa única função." (Aglietta, 1993: 67).

A natureza da independência do BB deve ser entendida no contexto da concepção normativa das regras, própria da Alemanha, em contraposição à concepção processual do mundo anglosaxônico. Na Alemanha, a moeda faz parte da integridade da ordem social. É através dessa concepção que se explica o objetivo do BB de preservar a sua integridade, como mandato constitucional. A legitimidade de sua ação decorre do cumprimento desse objetivo constitucional. Suas decisões têm um valor normativo, porque se baseiam na concepção alemã de que "(...) a moeda é um elemento do sistema político e social, não um instrumento de política econômica." (Aglietta, 1993: 67).

Além dessa observação fundamental de Aglietta, há mais dois pontos importantes para a análise das relações entre o BB e o Governo Alemão. Em primeiro lugar, o tipo de independência de que desfruta o BB tem fortes razões históricas nacionais e, por isso, não constitui um tipo ideal, aplicável a outros países. Antes de mais nada, a independência do Bundesbank foi uma imposição das forças aliadas e uma reação da sociedade alemã à experiência de duas hiperinflações ocorridas na vigência de um Reichsbank, totalmente subordinado ao Governo. Em segundo lugar, embora a independência do BB seja garantida pelo artigo 12 da Constituição Federal, o seu exercício efetivo encontra na opinião pública um forte apoio. O sucesso da política de estabilidade, que não é só do BB, mas também do Governo e da sociedade alemães, atua como reforço permanente a sua independência.

Sem o apoio social, seria difícil compreender como esse tipo de independência teria sobrevivido aos inúmeros conflitos que o BB teve de enfrentar com o Governo, pois a história das relações entre o independente BB e o governo não está marcada pela harmonia, mas por uma sucessão de conflitos, os quais, por um lado, contribuíram para reforçar ainda mais sua independência e, por outro, deram origem a várias tentativas frustradas para alterar seu estatuto. Vemos, então, que a natureza da independência do BB é relativa à concepção jurídica e às peculiaridades conjunturais, políticas e culturais da economia e da sociedade alemãs. O apoio da opinião pública é o elemento comum de sua força, de sua eficácia e de sua legitimidade.

3.1.3.4 - Os conflitos do Banco da França com o Governo

O Banco da França (BF), considerado um dos BCs mais

dependentes, foi relativamente independente, desde sua criação, até 1936, quando chegou ao poder o governo socialista. Daí em diante, esteve formalmente dependente do Executivo, até 7 de janeiro de 1994, quando recebeu um novo estatuto, em que se define sua independência formal, em relação ao Governo da França.

De modo geral, as relações entre o BF e o Governo podem ser definidas como a combinação de uma profunda cumplicidade e um consenso, no longo prazo, e de uma intermitente tensão e desacordo, no curto prazo. Essa situação peculiar pode ser caracterizada como uma espécie de conflito latente em que o Banco luta por manter sua autonomia e o Governo procura submeter suas ações à realização de seus próprios objetivos.

Antes de 1936, quando os interesses privados da alta finança estavam formalmente representados através do Conselho de Regentes, o BF desfrutava de um certo grau de autonomia em relação ao Governo. O período 1936-45 foi aquele em que se processou uma mudança radical das relações do Banco com o governo de esquerda da França. A sua nacionalização, em 1945, representou uma fase de total subordinação, de forma que o seu Governador se transformou num mero executor da política monetária decidida pelo Ministro das Finanças. Essa subordinação do Banco ao Governo, entretanto, não significava uma harmonia em suas relações. Ao contrário, elas se caracterizavam por tensões e desacordos. A mais famosa delas foi a que culminou com a nacionalização do Banco, em 1936. Nos governos de esquerda, em 1924 e 1936, o tema da independência reapareceu, não com um argumento econômico, mas como uma verdadeira arma política contra a orientação do Governo.

Com a reforma do estatuto do BF, em 1973, a questão da sua independência esteve posta em termos deliberadamente vagos.

Essa ambigüidade mostra que a luta surda travada entre ele e o Governo, continuava sem definição. Esse novo estatuto definiu uma estrutura na qual o Banco podia adaptar livremente suas ações conforme as circunstâncias, mas retinha todo o poder decisório nas mãos do Ministro das Finanças.

Esse estatuto deixava claro que o poder monetário pertencia ao Estado e este sequer o delegava ao Banco. Na prática, no entanto, como ele não delimitava o poder de opinar do Governador do BF e do Conselho Nacional de Crédito, os seus poderes aumentaram em relação à situação anterior. O poder de veto do Governo, embora tenha sido reforçado, tem sido pouco usado a partir de então. Os limites de autonomia do Banco, no entanto, ficaram muito claros na demissão do seu Governador pelo Presidente da República ainda em 1974, por ter ele publicado um artigo criticando a política econômica do Governo.

Em 1993, os debates sobre a reforma do estatuto do BF se intensificaram e um ano depois, em 7 de janeiro de 1994, ele recebeu um novo estatuto, que o declara independente para "definir e executar" a política monetária, na "estrutura da política econômica geral do governo". O santuário de sua independência é a Comissão de Política Monetária, cujos oito membros estão proibidos de "aceitar ou solicitar" instruções de fora. Além do Governador e seus dois vices, com mandatos renováveis de seis anos, sua direção é composta por outros seis nomes, oriundos das mais diversas procedências, com mandatos não renováveis de nove anos. O novo estatuto prevê a extinção progressiva das mais de 100 mil contas particulares que o BF ainda detém, mas, sintomaticamente e a exemplo do estatuto do Bundesbank, não incorpora nenhum dispositivo de arbitragem para solucionar possíveis conflitos com o Poder Executivo. A prestação de contas, diferentemente do caso norte-americano, é feita somente perante o Executivo, a cada ano.

É muito cedo, ainda, para sabermos como se comportará o BF, agora formalmente independente do Governo. Além disso, a pergunta que interessa fazer aqui é sobre a razão fundamental que levou o Governo a conceder a independência ao Banco da França, 194 anos após sua fundação. Será a nova independência do BF apenas resultado de circunstâncias conjunturais, como a nova orientação liberal da economia francesa, ou estará indicando uma nova tendência estrutural de longo prazo?

3.1.3.5 - A independência do Banco Central do Brasil

A idéia de um banco central independente, em relação ao Governo, ao Banco do Brasil e aos bancos comerciais⁸ confunde-se com a própria luta histórica pela criação do nosso Bacen. Esse esforço, conduzido basicamente por Bulhões, Gudín, Dênio Nogueira e Casimiro Ribeiro, dentre outros, começa no início da década de 40 e parece ainda não ter terminado, pois a discussão sobre seu estatuto final continua em plena discussão na atualidade.

O objetivo inicial dos criadores do Bacen era separar a autoridade monetária não apenas do Tesouro, mas principalmente do Banco do Brasil, pois ali se misturavam não só os interesses monetários e fiscais do governo, mas também os interesses da classe rural, da indústria e dos banqueiros privados. O rico depoimento de Nogueira (1994) deixa claro por que todos esses interesses, aninhados no Banco do Brasil, eram contra a criação do Banco Central. O sentido original da independência da autoridade monetária, então, dizia respeito não só ao Governo, mas a todos aqueles interesses que se valiam do uso fácil da

⁸ Dênio Nogueira declarava ao Correio da Manhã, em 07.07.64: "A reforma deve ser concebida em termos tais que os responsáveis pelo banco central, ou outra entidade que venha a financiar o Governo, tenham a necessária independência para julgar a política de gastos públicos e o tipo de seu financiamento". In: Magalhães, 1991: 129).

emissão para financiar seus negócios. Já em 1931, o Relatório da Missão Niemeyer apontava que a expansão dos meios de pagamento não decorria só dos déficits fiscais, mas era provocada, também, pelo descontrole do crédito, através da Carteira de Redescontos do Banco do Brasil.

Com efeito, o Projeto do Ministro Correia e Castro, de 1947, previa mandatos fixos de cinco anos para os diretores do Banco Central, e, depois, a lei que criou o Bacen, em 1964, já o define como um banco central independente. A principal característica de sua independência original estava no mandato de seus dirigentes, fixado em cinco anos. Mas, conforme relata Dênio Nogueira (Ver: Bulhões, 1990: 267), foi Castello Branco quem determinou que o mandato de seus diretores fosse de seis anos, pois deveria ser superior ao mandato do Presidente da República, que, na época, era de cinco anos.⁹ Mesmo restrita, contudo, a independência do Bacen teve vida curta, pois seu primeiro Presidente, Dênio Nogueira, sequer conseguiu cumprir todo o seu mandato, porque foi forçado a renunciar, por exigência do Presidente Costa e Silva, que desejava indicar uma nova diretoria de sua confiança para o Bacen. Coube, no entanto, ao Ministro Simonsen propor a revogação formal da independência, como ele mesmo reconhece.¹⁰

A revogação dos mandatos fixos dos dirigentes do Bacen era apenas um sinal menor de que a luta pela criação de um verdadeiro banco central ainda não havia terminado, mesmo depois da criação sua criação legal, em 1964, pois o Banco do

⁹ "Porém, o próprio presidente Castello Branco me deu instruções para aumentar o período para seis anos, por considerar de tal importância a independência do Banco Central, que o mandato de seus diretores deveria ser superior ao mandato do presidente da República, que na época era de cinco anos". (In: Bulhões, 1990: 267).

¹⁰ "Quando tomei posse no Ministério da Fazenda, em 1974, achei melhor, já que o AI-5 estava em vigor, tornar o presidente e os diretores demissíveis ad nutum pelo presidente da República. Se eles já eram de fato demissíveis ad nutum, era melhor ficar na lei do que no Ato Institucional. Essa foi uma decisão minha, junto com os diretores do Banco Central, que eu havia indicado". (Simonsen, In: Bulhões, 1990: 221).

Brasil continuou a desempenhar muitas funções de banco central. O imbróglio entre as contas fiscais e as monetárias se materializava na sua conta movimento. A luta pela sua extinção e a separação definitiva do Banco do Brasil em relação ao Bacen iniciou em 1985 e só terminou na Constituição de 1988. O novo texto constitucional consagra também alguns elementos definidores da independência do Bacen em relação ao Governo, como a proibição de financiar o Tesouro e a aprovação de seus diretores pelo Senado da República. Para que o Bacen seja formalmente independente, faltaria apenas garantir a seus diretores mandatos fixos e a garantia de seu presidente não ser demitido durante seu mandato. Isso, na verdade, já está proposto em vários projetos de reforma do Sistema Financeiro Nacional.

O debate sobre a independência do Bacen, embora antigo, se acentuou a partir do fracasso dos sucessivos planos de estabilização nos anos 80. Dentre os textos que defendem posições contrárias à independência do Bacen destacamos os de Ferreira e Silva (s/d) e Ferreira e Freitas (1990 e 1991); seus principais argumentos são os da inoportunidade, inutilidade e ilegitimidade da independência. Menciona-se ainda o fato de que a independência seria um obstáculo à coordenação da política macroeconômica.

Para Ferreira e Silva (s/d), as condições peculiares da situação brasileira e, em especial, das finanças públicas e do sistema financeiro, "impedem uma gestão monetária independente". O motivo principal pelo qual a independência não é desejada é a "impossibilidade conjuntural e estrutural de eliminar-se o financiamento indireto". Não esclarecem, porém, os autores por que a independência impede "mudanças mais profundas, como a redefinição do padrão de financiamento do setor público"? Não fica claro, também, se uma vez superados os obstáculos conjunturais a idéia de independência ganharia

sentido, pois uma coisa é afirmar que a idéia de independência não tem sentido em si mesma, e outra, diferente, é considerá-la apenas "inoportuna", devido a problemas conjunturais.

A conclusão final de Ferreira e Silva (s/d: 26)), porém, descarta qualquer sentido à idéia de independência:

"Se os resultados benéficos da independência seriam incertos, cabe ressaltar que esta hipótese, se, de um lado, implicaria uma maior descoordenação das políticas macroeconômicas, (...) de outro, não impediria a sua submissão completa aos interesses privados, podendo conduzir a uma 'privatização sem venda de patrimônio'.

Na verdade, nem um Bacen independente, nem um Bacen subordinado, por si mesmos, estão imunes aos interesses privados, como verificamos ao longo da própria luta histórica pela criação de próprio Bacen. Por outro lado, o argumento de que a independência do Bacen aumentaria a "descoordenação das políticas macroeconômicas" não se comprova através da experiência internacional, como já observamos anteriormente e o atestam os próprios autores, (Ferreira e Freitas, 1990: 743-744).

O último argumento contra a independência do Bacen é o de que ele "não possuiria necessariamente representatividade política". (Ferreira e Freitas, 1991). Entretanto, parece-nos totalmente sem fundamento afirmar que um órgão independente não possua legitimidade política, se essa independência pode ser uma delegação de poderes conferida pelo Parlamento. O problema da legitimidade deve ser colocado tanto para as ações de BCs independentes quanto de BCs subordinados. Podemos considerar que uma instituição independente tem duas formas de adquirir sua legitimidade: a primeira, através da própria delegação de poderes que ela recebe do Legislativo, e, a segunda, através de

suas próprias ações. Como vimos, o independente Bundesbank recebe sua legitimidade através da lei e, principalmente, da opinião pública.

Ao lado dos autores acima mencionados, há outros que não se limitam a criticar a proposta monetarista de independência. Serra (1991), por exemplo, sugere que pretender tornar o Bacen independente não significa, necessariamente, querer transformá-lo no quarto poder da República, nem colocá-lo acima da lei, pois ele pode ser independente "(...) somente se for dependente da lei, que deve fixar com clareza o que essa instituição pode e o que não pode fazer." (Serra, 1991: 43). Não deve haver dúvida sobre isso, pois o banco central é uma instituição vinculada e subordinada ao Poder Executivo:

"Não representa um novo poder, nem é órgão auxiliar do Congresso Nacional (...) Se o Banco Central merece tratamento especial, cabe prever na lei quais suas particularidades em relação aos demais órgãos do Executivo, mas não excluí-lo das normas gerais da administração pública federal." (Serra, 1991: 44).

Por outro lado, Franco (1991) e Serra (1991) não vêem uma incompatibilidade entre a independência do Bacen e a coordenação das políticas monetária e fiscal. Embora reconheçam tal possibilidade, ela não seria um obstáculo insuperável. A solução desse problema, para Serra, se daria através da Junta de Política Financeira, à qual competiria formular as políticas monetária, creditícia e cambial, e ao Bacen, sua execução. A idéia da Junta de Política Financeira, por um lado, contrapõe-se à ampla e irrestrita liberdade do Bacen em formular e executar tais políticas e, por outro, amplia seu raio de ação, pois seus diretores teriam decisiva participação no processo decisório da Junta, muito mais amplos que no atual Conselho

Monetário Nacional¹¹, onde o Bacen é órgão subordinado, participando com apenas um representante.

Isso exigiria, porém, a definição de "(...) regras precisas de convivência com as outras autoridades econômicas, para que haja coordenação de ações e mecanismos de resolução de conflitos entre a política monetária, a fiscal e a cambial" (Franco, 1991: 34). Devido às peculiaridades de cada país, seria difícil indicar um modelo ideal de estrutura institucional, pois isso não se resolve a partir de argumentos *a priori*. A evolução institucional dos sistemas monetários deu-se, via de regra, a partir de um longo processo de aprendizado e experimentação, onde características estruturais e tradições de cada país jogaram papel crucial.

A partir dessas considerações caberia perguntar, como devem se estruturar as relações entre Bacen, Tesouro, Congresso e Executivo? Que grau de independência formal pode ser considerado desejável e realista pelo governo e pela sociedade, considerando-se o arranjo institucional do passado, a história inflacionária do país e o desenvolvimento do sistema financeiro? Qual o modelo organizacional que melhor previne formas perversas de endogenia no processo de criação de moeda?

A resposta a essas questões não pode ignorar, por outro lado, que a separação absoluta entre Bacen e Tesouro, embora possa afastar pressões inflacionárias, não elimina necessariamente outras formas de endogenia monetária, associadas à política cambial, ao redesconto e ao funcionamento dos bancos oficiais, podendo até agravá-las. Quanto maior o grau de independência do BC nessas áreas, maiores devem ser as

¹¹ A composição do atual Conselho Monetário Nacional foi sensivelmente modificada na medida provisória que criou o Plano Real, em julho de 1994.

garantias contra seu controle por parte de interesses particulares. Um BC independente não o isola nem lhe garante uma ação neutra, mas, ao contrário, acirra a disputa de grupos de interesse pela sua direção.

Nesse sentido, Braga (1992, 31) propõe a reorganização do sistema monetário e financeiro com base em três instâncias: uma "Comissão Mista Permanente do Congresso Nacional" com funções regulatórias e o objetivo de definir as diretrizes gerais das políticas; uma "Comissão de Coordenação da Política Monetária e Financeira" com o objetivo de "orientar e compatibilizar" as políticas executadas pelo Banco Central com a política macroeconômica; o Banco Central executaria as políticas monetária, creditícia e cambial em consonância com as diretrizes e parâmetros legais fixados pela Comissão Mista do Congresso e de acordo com a orientação macroeconômica oriunda da Comissão de Coordenação.

"Nesta organização, fica admitida a condução das políticas pelo Banco Central com uma autonomia relativa, no sentido de que, uma vez fixadas as REGRAS, sua execução consistente fica sob a única responsabilidade da Direção do Banco, sem que sejam admitidas mudanças abruptas e *ad hoc* por parte do governo central. Ao mesmo tempo evita-se o paroxismo monetarista imbutido na idéia de 'independência' do banco central pela qual este, supostamente, asseguraria, pela pura gestão monetária, a estabilidade econômica" (Braga, 1992: 32).

Como vemos, nesta organização institucional formulada por Braga, ficam claramente definidas as funções e responsabilidades de cada um dos órgãos que a compõem. Fica também muito clara sua posição sobre a questão da independência do Bacen. De um lado, o BC não pode ser uma fonte de financiamento irrestrito ao Tesouro Nacional; de outro, sua autonomia relativa, definida em lei, não se confunde com a independência absoluta na condução das políticas monetária,

financeira, creditícia e cambial. Sua conclusão merece ser destacada: "Na formulação e execução destas há que criar uma institucionalidade pela qual o processo decisório resulte de uma ação conjunta do Banco Central e das Autoridades Econômicas do Governo Federal" (Braga, 1992:31).

Uma questão controversa diz respeito ao papel que a independência do Bacen poderia desempenhar no processo de ajuste fiscal. Franco sugere que haveria necessidade prévia de se concertar a questão fiscal, para depois definir a organização monetária.¹²

Já para Albuquerque (1991), os dois problemas poderiam ser atacados simultaneamente, pois, considera a independência como "uma forma de impor disciplina fiscal aos governantes". Argumenta que num país com tradição inflacionária como o Brasil, que nunca se impôs restrições sérias ao uso inflacionário da emissão monetária, o arcabouço legal tornaria mais transparentes as relações e as responsabilidades entre a política fiscal e a monetária. A existência de "regras claras", que definam as relações do Bacen com o Governo, certamente contribuiria para a solução do problema fiscal. Embora a independência não seja uma solução mágica, é uma medida que se impõe, "em virtude da fragilidade dos atuais mecanismos de decisão".

Colocada nesses termos, porém, a discussão mostra-se muito limitada. Por um lado, uma reforma fiscal desconectada da reestruturação dos mecanismos de financiamento da economia pode ser insuficiente para equilibrar as contas públicas, pois não equaciona as demais necessidades de financiamento da economia. Por outro, é difícil imaginar como um maior grau de

²⁵ "Certamente, há que se aprimorar a organização institucional do sistema monetário, mas, ao fazê-lo, pensando no problema fiscal, corre-se o sério risco de piorar as instituições monetárias, sem necessariamente resolver o problema fiscal." (Franco, 1991: 35).

independência, por si mesmo, possa conter as pressões sobre o Bacen e o Tesouro. "Desta forma torna-se inatingível a estabilização, entendida como a ausência de pressões monetárias sobre o banco central, permitidora da manutenção do valor da moeda" (Braga, 1992: 4). A conclusão deste autor nos parece fundamental:

"Logo, coloca-se o problema da simultaneidade entre reforma monetária e reforma financeira. Isto é, deve-se ao mesmo tempo criar um novo padrão monetário e implantar um padrão de financiamento que viabilize a criação de ativos reais, pela dinâmica industrial, para que a nova moeda possa efetivar-se como meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor" (Braga, 1992: 4).

Vale lembrar nesse sentido que, se fôssemos esperar por condições ideais, ainda não teríamos nosso Banco Central. Dada a histórica confusão entre a ordem fiscal e a ordem monetária, seria difícil resolver um dos problemas sem atacar, ao mesmo tempo, o outro.

Que avaliação podemos fazer sobre esse debate? Como podemos ver, são pouco esclarecedoras as posições que se limitam a defender ou a atacar a proposta da independência sem precisar-lhe o significado. Certamente não faz sentido propor para o Bacen o modelo de independência do Bundesbank ou do Fed. Mas, por outro lado, parece insuficiente limitar-se a criticar as propostas de reformas. Trata-se de estabelecer regras que definam objetivos, instrumentos e responsabilidades, de modo a tornar mais transparentes as relações entre o Bacen, o Tesouro e o sistema financeiro. Seria oportuno lembrar que a experiência brasileira de banco central confunde-se com a luta histórica pela criação e aperfeiçoamento do próprio Bacen. A ausência de um banco central por longos períodos de nossa história e, depois, a divisão de suas funções com o Banco do Brasil foram responsáveis pela mistura dos sistemas monetário e

fiscal. O sistema monetário sempre foi usado como solução do problema fiscal. Nesse sentido, a definição de um estatuto que garanta uma maior autonomia ao Bacen não deveria supor a solução prévia do problema fiscal nem tampouco a reforma do sistema financeiro, mas, sim, fazer parte do mesmo processo de reordenamento fiscal e financeiro.

Provavelmente, a última batalha pela independência formal do nosso Banco Central seja travada no plano simbólico, uma vez que as resistências maiores contra a sua regulamentação, no momento, não dizem respeito ao estabelecimento de mandatos fixos para a sua Diretoria, mas, sim, à inclusão nos seus estatutos da frase: "O Bacen é um banco central independente". Isso retrata o conteúdo ideológico que o debate da questão da independência assumiu no Brasil e alhures.

3.2 - Uma visão teórica da questão da independência

3.2.1 - O problema do conceito: uma independência não trivial

Do que tratamos, quando discutimos a questão da independência dos BCs? Alguns autores lhe atribuem um sentido unívoco, ou seja, consideram a independência dos BCs, no mesmo sentido da independência de um país ou da independência dos Poderes da República. Outros utilizam indistintamente as palavras independência e autonomia dos BCs. Afinal, trata-se apenas de uma questão de autonomia operacional, característica de qualquer instituição do setor público, uma questão de grau de independência ou de uma verdadeira independência, no sentido absoluto do termo? Precisar os termos do debate quanto ao conceito de independência será nossa tarefa a seguir.

Friedman (1968) foi, sem dúvida, um dos primeiros a abordar a questão. Para ele, não se trata de um sentido trivial de independência, pois "(...) o argumento implícito na defesa de um banco central independente é que a estrutura monetária precisa de um tipo de constituição monetária." (Friedman, 1968: 178).

Se a noção implícita fosse a de uma independência no sentido trivial, não haveria motivo para tanta polêmica, pois em qualquer burocracia existem órgãos mais ou menos autônomos. Este, contudo, não é o significado fundamental envolvido no argumento a favor ou contra um BC independente.

Um significado mais fundamental é (...) que o banco central seria um ramo independente do governo, coordenado com os ramos do Legislativo, do Executivo e do Judiciário e com suas ações sujeitas à interpretação pelo Judiciário." (Friedman, 1968: 179).

Como vemos, o significado de independência que permeia o debate é o de uma independência absoluta, estabelecida por lei, para realizar um objetivo específico. A questão polêmica que esse sentido de independência coloca é se ele conflita com a soberania monetária do Estado. Significa isso, que um BC independente pode impor sua vontade ao próprio Estado soberano? Até que ponto pode existir uma instituição com tal poder decisório, mesmo que o tenha recebido por legítima delegação? O próprio Friedman se mostra cético sobre a possibilidade dessa independência: "Parece-me altamente duvidoso que os Estados Unidos, ou qualquer outro país, tenham tido alguma vez, na prática, um banco central independente, no mais completo sentido deste termo." (Friedman, 1968: 180).

Friedman parece colocar a questão nos seus devidos termos: discute-se sobre a constituição de um verdadeiro poder monetário independente¹³ que, na prática, não existe e que, na teoria econômica e monetária, tem efeitos duvidosos, além de conflitar com as normas do direito constitucional. Este é realmente o sentido fundamental da questão da independência: trata-se de um princípio que deveria nortear o comportamento dos BCs, mas de um princípio cuja vigência plena é impossível, pois colocaria os BCs fora da estrutura estatal. Na prática, esse princípio se materializaria em formas e graus diferentes. Segundo essa interpretação, a independência formal do Bundesbank e a do Fed são as que mais se aproximam do modelo ideal. É este o sentido da afirmação de Vicarelli (1988: 2): "O verdadeiro conceito de independência assume diferentes significados, conforme a visão teórica e geral que se tenha sobre o papel do banco central."

3.2.2 - A visão monetarista da independência: prós e contras

A visão monetarista da independência contempla duas posições opostas, uma a favor e outra contra, paradoxalmente fundadas no mesmo marco teórico: a neutralidade da moeda e da política monetária sobre as variáveis reais da economia. O segundo paradoxo consiste em se fundamentar uma proposta de independência, como expressão máxima do poder discricionário do BC, numa teoria que implica a inutilidade da política monetária. No entanto, essas contradições são aparentes, pois a proposta monetarista de independência é uma nova versão da

¹³ Capie e Wood (1991: 30) também reafirmam o ponto de vista avançado por Friedman: "O que é usualmente pensado é que o Banco Central seria um ramo independente do governo _ como o ramo do Judiciário. Ele operaria de acordo com um conjunto de leis; mas uma vez que tais leis tenham sido promulgadas, ele não poderia mais ser instruído pelo governo. Tal ingerência requereria uma mudança na lei. (...). O conceito de independência é, então, claramente análogo ao desfrutado pelo Banco da Inglaterra sob o padrão-ouro. O Banco era propriedade privada. Ele não era um ramo do Governo. Mas ele estava constrangido por um objetivo público _ a manutenção da convertibilidade do ouro. Hoje em dia, o objetivo público seria a estabilidade dos preços."

proposta das regras de política monetária. A suposição seria a seguinte: se os BCs forem independentes do governo e das pressões políticas, eles alcançarão a neutralidade da política monetária. Isto pode ser confirmado pela afirmação de Alesina e Summers (1993: 151): "Nossa conclusão é que, enquanto a independência dos bancos centrais promove a estabilidade dos preços, ela não apresenta impactos mensuráveis no desempenho das variáveis reais." Nesse sentido, a visão monetarista dos BCs é uma nova versão da proposta dos *free banking*, como veremos a seguir.

3.2.2.1 - A defesa monetarista da independência

Como já salientamos, a proposta monetarista de independência dos BCs constitui uma alternativa à proposta dos *free banking*, e das regras monetárias, no sentido de neutralizar o poder de arbítrio dos bancos centrais. É nessa perspectiva que trabalhos recentes de autores monetaristas têm defendido a independência como condição necessária e, muitas vezes, até suficiente para se conseguir um estrito controle da oferta de moeda. Sustentam eles que, para controlar a emissão monetária, principal causa da inflação, é necessário isolar o BC das pressões políticas, que afetam a criação de moeda. Como a demanda monetária é estável e a independência garantiria a neutralidade da oferta, ela seria a condição do equilíbrio monetário e do controle da inflação. Para provar sua hipótese, apresentam testes empíricos que procuram associar baixas taxas de inflação a maiores graus de independência dos BCs.¹⁴

¹⁴ Eis um exemplo dessa proposta: "A independência do banco central em relação ao governo é necessária para se conseguir uma durável estabilidade dos preços (...); a evidência empírica sugere, inclusive, que as taxas de inflação, de longo prazo, são menores nos países com bancos centrais independentes." (Fratanni, Hagen e Waller, 1992: 28).

A independência, que o argumento monetarista defende, define-se por algumas características básicas: em primeiro lugar, um BC independente deve ter como objetivo estatutário maior a estabilidade dos preços; para ser realmente independente, o BC deve poder sustentar seu ponto de vista, mesmo se seu objetivo conflita com outros objetivos e pontos de vista do governo _ este é um ponto fundamental do argumento monetarista; em terceiro lugar, a forma de assegurar o comportamento independente do BC é o mandato fixo de seus dirigentes, de forma não coincidente com o mandato do Presidente da República; por último, um BC independente seria aquele que estivesse legalmente proibido de emprestar ao setor público.

Há duas questões polêmicas nessa definição de independência: a primeira diz respeito à fixação de um objetivo tão restrito aos BCs, a estabilidade dos preços, pois, se há um objetivo que defina a natureza dos BCs, este é o de ser banco dos bancos, como já salientamos; foi através do desempenho dessa função que bancos comerciais e de governo foram se transformando em BCs; além disso, no seu desenvolvimento histórico, os BCs acabaram assumindo muitas outras funções; a segunda questão refere-se à possibilidade de conflito com o governo na fixação e na defesa de seu objetivo e no uso dos instrumentos que julgarem mais adequados. Na verdade, não há consenso entre autores monetaristas sobre esse ponto, pois, enquanto alguns lhe atribuem um sentido absoluto¹⁵, para outros ela possui apenas um sentido relativo¹⁶.

Nossa crítica à proposta monetarista pretende questionar seu pressuposto central, de que a independência assegura a

¹⁵ "A independência significa que a política monetária pode ser exercida sem a interferência e, se necessário, mesmo contra a vontade do governo." (Fratiani, Hagen e Waller, 1992: 33).

neutralidade da moeda e da política monetária¹⁷. Essa hipótese se comprovaria através dos testes empíricos que associam maiores graus de independência a menores taxas de inflação. Para tanto, valemo-nos do próprio trabalho de Cukierman, Webb e Neyapti (1992), um dos mais importantes estudos que pretendem comprovar o argumento monetarista da independência. Com efeito, ele constrói indicadores da independência de 72 BCs, correlacionando-os às taxas de inflação de seus respectivos países em longos períodos que, em muitos casos, se aproximam de 40 anos.

A primeira dificuldade que o estudo enfrenta refere-se à construção de indicadores uniformes de independência. O alerta é dado por Aglietta:

"Há estudos seriamente duvidosos que pretendem estabelecer uma correlação estatística entre taxa de inflação e independência. Ainda mais, a independência, um fenômeno multidimensional, deve ser medida por um único indicador. Como fazê-lo, se não se dispõe de uma teoria precisa da independência? Sem dúvida, cada um o fará conforme seus pressupostos." (Aglietta, 1992: 42).

Para comprovar essa dificuldade, valemo-nos de dois exemplos relativos ao *turnover* dos dirigentes dos BCs, que o estudo de Cuckierman considera uma *proxy* da independência real. O primeiro é o exemplo da Argentina, onde o mandato do Presidente do BC era, por lei, de quatro anos, mas, por tradição, quando um novo governo assumia, o presidente do Banco colocava o cargo à disposição. Em função desses fatores, entre

¹⁶ "Fundamentalmente, a autoridade e o objetivo da ação do banco central dependem do governo." (Cukierman, Webb e Neyapti, 1992: 354).

¹⁷ A esse respeito vale lembrar o que dizem Belluzzo e Almeida (1990: 3): "Alguns economistas advogam o banco central independente com o propósito de garantir a função 'neutra' da moeda. Mas a conclusão é, no mínimo apressada. O que a independência do banco central admite é a limitação do poder e do arbítrio no exercício da administração monetária."

1950 e 1989, a média do mandato foi de apenas um ano. Dessa forma, fica claro que a independência do BC da Argentina era muito menor do que indicariam as disposições legais. Os próprios autores reconhecem essa dificuldade: "É difícil encontrar indicadores sistemáticos da independência real, quando esta diverge da independência legal (...)" (Cukierman, Webb e Neyapti, 1992: 363).

O outro exemplo também se refere do uso do *turnover* como indicador de independência. O estudo presume que, quanto maior for a rotação dos dirigentes do BC, menor seja a sua independência. Para mostrar como pode ser falacioso esse indicador, basta lembrar o caso de Marinner Eccles, que foi Governador do Fed de 1935 a 1948, um dos períodos de maior subordinação do Fed ao Tesouro. Sua independência mostrou-se maior nas décadas de 70 e 80, quando a rotação de seus dirigentes foi maior. Vemos, assim, que a duração do mandato efetivo dos dirigentes do BC é um indicador pouco confiável da sua independência.

Mas a conclusão mais surpreendente do referido estudo diz respeito à relação entre independência e inflação, pois questiona sua suposição principal, ou seja, que menores taxas de inflação estariam correlacionadas a maiores graus de independência dos BCs:

"A independência legal do banco central não é nem uma condição necessária nem suficiente para baixar a inflação, embora, tudo o mais permanecendo igual, menor independência contribua para uma inflação mais elevada. Alguns dos países com as taxas de inflação mais altas, como Argentina, Peru e Nicarágua, têm escala de independência abaixo da média. Contudo países como a Bélgica, o Japão, Marrocos e Qatar, com taxas de inflação muito baixas, são classificados no mais baixo nível de

independência legal do banco central." (Cukierman, Webb e Neyapti, 1992: 372).

A última parte dessa citação questiona a correlação entre grau de independência e taxa de inflação, principal objetivo da hipótese monetarista da independência.¹⁸ Como explicar, por exemplo, as menores taxas de inflação do Japão, que sabidamente possui um BC muito menos independente, no sentido formal do termo aqui utilizado, que o dos Estados Unidos?¹⁹ "A correlação entre inflação e independência é anulada, ou o indicador de independência é falacioso? Na realidade, é o método que é grosseiramente inadequado para estudar esse tipo de questão." (Aglietta, 1992: 42). Se levarmos em conta todo esse conjunto de problemas, podemos concluir que os pressupostos e os resultados desse estudo tornam altamente questionável a proposta monetarista de independência dos BCs. Poderíamos finalizar nossa crítica com a seguinte pergunta: até que ponto é válido o objetivo monetarista da independência dos BCs, se o mesmo resultado pode ser conseguido com um BC dependente do governo?

3.2.2.2 - A crítica monetarista da independência

Não deixa de ser surpreendente que autores monetaristas, como Johnson (1964) e Friedman (1968), tenham sido não só os

¹⁸ Goodhart alerta para a fraca correlação (em geral, o R^2 situa-se em torno de 0,5) que esses estudos apresentam entre independência e inflação e sugere a possibilidade de haver uma causa comum a influenciar as duas variáveis: "Meu principal interesse por esses estudos reside no fato de que poderia haver uma causa comum a uma fraca inflação e à independência do banco central, podendo ser tanto uma população, um eleitorado, que confere uma forte prioridade ao controle da inflação." (Goodhart, 1992: 32-33).

O mesmo questionamento é feito por Caesar (1991) e Posen (1993).

primeiros, mas também os mais radicais críticos à proposta de independência dos BCs. Para o primeiro, "colocar a autoridade monetária como o quarto braço da Constituição," seria inaceitável num país democrático. Por isso, propõe a completa dependência do BC em relação ao governo e inclusive sua transformação em mera repartição governamental²⁰, posição que, sem dúvida, contraria a evolução histórica e descaracteriza a própria natureza dos BCs.

Friedman vai mais longe em sua crítica à proposta de independência aos BCs. Primeiro, lembra a excessiva concentração de poderes nas mãos de uma instituição independente, que se colocaria fora do controle da autoridade política. Um banqueiro central pode ter em suas mãos o destino de seu país, e isso lhe parece "politicamente intolerável."²¹ Depois, aponta outros três defeitos ligados à independência: um banco central independente implica a dispersão de responsabilidades na condução da política econômica e suas políticas tornam-se muito dependentes das pessoas que dirigem os BCs e a história conta muitos exemplos de "acidentes de personalidades"; "Um terceiro defeito é que um banco central independente inevitavelmente dará ênfase indevida ao ponto de vista dos banqueiros." (Friedman, 1968: 188).

¹⁹ Uma avaliação de autores ligados ao Fundo Monetário Internacional também questiona a pretensão desses testes empíricos: "Trabalhos empíricos recentes testaram e conferem apoio limitado à noção de que países com bancos centrais mais independentes tendem a ter melhores resultados antiinflacionários e que eles têm déficits menores e menos variáveis." (Swinburne, and Castello Branco, 1991: 420)

²⁰ "Em vez disso, eu creio que a política monetária deveria ser colocada sob o controle do Legislativo e do Executivo, da mesma forma que outros elementos da política econômica e a Administração deveria assumir a responsabilidade final pela política monetária, como parte da política econômica em geral." (Johnson, 1964: 972).

²¹ "Certamente, nenhum governo, até hoje, desejou colocar todo este poder nas mãos do banco central, mesmo quando o banco tenha sido apenas parcialmente independente." (Friedman, 1968: 185).

Por esses motivos, sua conclusão contra a independência dos bancos centrais é enfática:

"Os três defeitos que delineeii constituem um poderoso argumento técnico contra um banco central independente. Combinados com o argumento político, o argumento contra um banco central completamente independente torna-se ainda mais forte." (Friedman, 1968: 190).

Embora possamos concordar com a essência da crítica de Johnson e de Friedman à proposta de uma verdadeira independência política aos BCs, não parece defensável, contudo, sua sugestão no sentido de uma subordinação completa dos BCs ao governo, pois isso contraria a própria evolução histórica dessas instituições e descaracteriza sua natureza de BC, ou seja, de emprestadores de último recurso aos bancos privados e ao sistema financeiro. Eles não podem ser reduzidos, por isso, a simples repartições públicas. Sua relação com o governo se define também a partir de sua relação com o sistema financeiro. Entre um extremo e outro, deve existir espaço para a definição de um estatuto especial para os bancos centrais, no âmbito da estrutura do Estado, o qual possa traduzir sua natureza ambivalente e a especial complexidade do exercício de suas funções na regulação da moeda e do crédito.

3.2.2.3 - A "regra" monetária contra a independência

A proposta de uma "regra" monetária fixa para guiar as ações dos bancos centrais foi feita, inicialmente, por Henry Simons em 1936 e desenvolvida, mais tarde, por Friedman. O objetivo dessa proposta é eliminar o poder discricionário dos BCs, substituindo a gestão monetária por um conjunto de regras

destinadas a guiar automaticamente seu comportamento. Timberlake não deixa dúvidas sobre esse objetivo:

"No século XX os padrões metálicos tornaram-se letra morta; os bancos centrais tornaram-se onipotentes; um sistema monetário de *laissez-faire* parece politicamente impossível. A única esperança é que os legisladores reconheçam os poderes absolutos assumidos pela maioria dos bancos centrais e lhes imponham regras de comportamento que resultem em expansões monetárias aproximadas ao que era conseguido sob os padrões metálicos." (Timberlake, 1987: 226).

Para Simons e Friedman, não se trata de conferir independência à autoridade monetária para protegê-la das pressões políticas, mas de reduzir a concentração de poder e de neutralizar o seu exercício discricionário. Dessa forma, junto com o poder discricionário, seria eliminada também a incerteza a respeito do futuro da política monetária.

Simons propôs inicialmente exigir 100% de reservas e, depois, fixar uma quantidade de moeda em circulação. Finalmente, sugeriu medidas para estabilizar diretamente os preços. Essas idéias foram retomadas e desenvolvidas por Friedman. Como, no entanto, lhe pareceu que uma ação direta para a estabilização do nível de preços estava fora do alcance do BC, propõe que tal objetivo poderia ser atingido de forma indireta, ou seja, através de uma regra que assegure um percentual de crescimento anual constante da oferta de moeda. Isso seria efetivado através da concessão de um mandato simples e preciso ao BC: aumentar o estoque de moeda a uma taxa próxima ao crescimento do PIB, situada entre 3% e 5% anuais. Ele não deixa dúvidas sobre o alcance de sua proposta: "(...) o artifício de legislar uma regra sobre o estoque de moeda pode efetivamente conseguir o que o banco central independente pretende, mas não pode." (Friedman, 1968: 194).

A proposta da regra de gestão monetária, no fundo, é uma versão da corrente que deseja simplesmente a abolição dos bancos centrais, mas como isso não é politicamente possível, nem economicamente viável, a alternativa é inventar formas de neutralizar a gestão monetária feita pelos BCs. Trata-se, então, de discutir se a gestão monetária pode ser feita de forma automática ou, se é viável propor a eliminação da discricção em assuntos monetários, à luz dos arranjos institucionais da economia moderna.

Nossa crítica à proposta de Simons-Friedman reafirma que as ações do BC não podem ser programadas da mesma forma que se programa um piloto automático, porque elas se definem, antes de tudo, como uma política e uma política monetária envolve incerteza e poder discricionário. Essas propriedades não decorrem da natureza do gestor, mas do objeto da gestão, o dinheiro, especialmente o dinheiro de crédito ou o dinheiro na sua pura forma fiduciária. Sob o padrão-ouro, a teoria do *real bill* estabelecia que administrar o dinheiro significava guiar-se pela regra básica da conversibilidade, mas, num padrão fiduciário, a gestão monetária não pode guiar-se por regras. Ela deve ser uma gestão discricionária. É nesse sentido que concluimos com Barger:

"A fraqueza fatal dessa posição é que, hoje, não há constituição monetária que possa eliminar a necessidade do uso do poder discricionário, exceto através da abolição total dos bancos - um esforço para voltar no tempo, que mesmo os mais ferrenhos adversários dos bancos centrais têm hesitado em defender." (Barger, 1964: 6).

O argumento de Minsky contra as regras de comportamento para os BCs baseia-se no conflito que elas estabelecem com o exercício da função básica dos BCs de prestador de última instância. Para ele, simplesmente: "As regras não podem

substituir a descrição do emprestador de última instância." (Minsky, 1986: 55).

Os BCs são hoje fundamentalmente LLRs e, como tais, devem estar livres de qualquer regra para intervir no momento e nas condições que julgarem mais apropriadas para o desempenho dessa sua função maior. Por isso, não podem ser politicamente independentes do governo nem guiar-se por regras precisas de comportamento, como devem eles guiar suas ações? Como se determina, então, seu comportamento? Como deve ser seu estatuto? Ou melhor, por que os BCs agem da forma que agem? A resposta a essas perguntas deve surgir no contexto de uma visão crítica da independência. É o que faremos no próximo item.

3.2.3 - A visão crítica da independência

A visão crítica da independência inclui formulações de autores como Carvalho (1994), Goodhart (1994) e Aglietta (1991, 1992, 1993). Entre esses autores há posições radicalmente contrárias à proposta da independência e outras que lhe reconhecem certa pertinência, mas lhe emprestam fundamentos não monetaristas e relativizam sua importância.

3.2.3.1 - A crítica aos pressupostos da independência

A crítica mais radical da independência dos BCs consiste no ataque aos pressupostos teóricos do monetarismo²², que lhe servem de base, ou mais especificamente, às suas hipóteses da "taxa natural de desemprego" e da exogeneidade da moeda. Essa

²² Ver Carvalho (1994), Costa (1992, 1993) e Madi (1993).

crítica considera a independência dos BCs como uma proposição de caráter essencialmente monetarista, fora do qual ela não teria sentido.²³ Vejamos como a mesma se desenvolve.

Para Carvalho (1994)²⁴, a visão teórica que apóia a idéia de BCs independentes é a hipótese da "taxa natural de desemprego", reforçada pela da neutralidade da moeda que podem ser sumarizadas da seguinte forma: as preferências dos indivíduos por bens e serviços são as forças motoras da economia; a moeda é apenas um meio de eles conseguirem seus objetivos, pois não constitui um fim em si mesma, nem satisfaz demandas dos consumidores, nem representa restrição às suas escolhas; o que movimenta a economia são as forças reais e não as forças monetárias. Segundo a visão monetarista, "A moeda é neutra, porque, na verdade, nem afeta as preferências nem as possibilidades" (Carvalho, 1994: 3). Essas forças reais, que expressam as preferências dos agentes, conduzem inevitavelmente a economia para seu ponto de equilíbrio natural estável, de cuja rota nem sequer as interferências governamentais conseguirão desviá-la no longo prazo, pois os indivíduos logo aprenderão a neutralizar seus efeitos de curto prazo.

"A base teórica da tese, contudo, é muito mais frágil e ambígua do que seus defensores parecem dispostos a reconhecer" (Carvalho, 1994: 2). Na verdade, a literatura que defende a

²³ Caberia lembrar que Keynes considerava a autonomia do Banco da Inglaterra como um modelo de organização institucional, como podemos ver nesta passagem:

"Creio que, em muitos casos, o tamanho ideal de unidade de controle e organização esteja em algum ponto entre o indivíduo e o Estado moderno. Sugiro, portanto, que o progresso reside no desenvolvimento e reconhecimento de entidades semi-autônomas dentro do Estado _ entidades cujo critério de ação em seus próprios campos de ação seja unicamente o bem público, tal como eles o compreendem; (...) entidades que no curso habitual da vida social são basicamente autônomas dentro das limitações que lhes são prescritas, sendo, porém, sujeitas, em última instância, à soberania da democracia expressa através do Parlamento. (...)

"É fácil dar exemplos, a partir do que já existe de autonomias isoladas que atingiram ou se aproximaram da modalidade a que me refiro _ as universidades, o Banco da Inglaterra, a Autoridade do Porto de Londres e, até quem sabe, as companhias de estradas de ferro." (Keynes, 1978: 121).

²⁴ Este texto de Carvalho será a principal referência de nossa análise.

independência consiste basicamente de proposições empíricas apoiadas em referências fragmentárias a conceitos teóricos, como a "taxa natural de desemprego" e a neutralidade da moeda. Essa constatação, afirma Carvalho, parece surpreendente, porque a mesma base teórica que apoiava a adoção de regras não discricionárias, agora, serve para defender um meio de maximizar o poder discricionário dos BCs. Aparentemente, há uma contradição entre a inutilidade da política monetária, expressa por essa visão de economia e de moeda, e o poder monetário discricionário colocado nas mãos dos bancos centrais independentes. A solução seria a seguinte:

"Só há uma forma de ver como um banco central independente poderia ser reconciliado com a visão de que a discricionária política seria banida: propor que *as autoridades monetárias deveriam estar livres para seguir regras fixas.* (...) Na verdade assume-se que os bancos centrais, livres da alegada interferência ilegítima do governo, podem perseguir seu objetivo natural: a estabilidade dos preços." (Carvalho, 1994: 5).

Realmente, essa é uma visão muito limitada do papel dos BCs e do processo da política monetária. Para Carvalho (1994: 5), aqui está também o ponto mais fraco dessa literatura: "(...) a noção de que alguém possa atribuir aos bancos centrais uma *natureza intrínseca*, isto é, sustentar o poder de compra da moeda, controlando sua quantidade", ou seja, supõe-se que os BCs tenham uma função objetivo, da mesma forma que os consumidores e firmas; basta deixá-lo livre das interferências governamentais, que ele perseguirá fatalmente seu objetivo de conseguir a estabilidade dos preços, controlando a oferta de moeda, de acordo com as demandas dos agentes econômicos.²⁵

²⁵ "Em suma, há duas proposições teóricas fundamentais sustentando os bancos centrais independentes: 1, a hipótese da taxa natural, em apoio da neutralidade da moeda, que retira qualquer possibilidade de a política monetária afetar de forma duradoura as variáveis reais em qualquer direção; 2, o

Não podemos negar a coerência da conclusão de Carvalho:

"Uma vez que se refute a hipótese da taxa natural, não se pode ver qualquer sentido na proposta de independência do banco central, para estabelecer seus próprios objetivos e para perseguí-los da forma como o julgar adequado (grifos nossos)" (Carvalho, 1994: 11).

A teoria da endogeneidade da moeda constitui outro argumento teórico da crítica aos pressupostos monetaristas da independência dos BCs. Nesse sentido, Costa (1992: 45) afirma que: "Os economistas pós-keynesianos acomodacionistas diriam que há uma endogeneidade da moeda insuperável, impossibilitando a autonomia da política monetária".

De acordo com essa teoria, a oferta de moeda é acomodativa às pressões políticas, ao risco de insolvência dos bancos ou mesmo porque a endogeneidade é estrutural ao sistema financeiro. Conforme salienta ainda Costa (1992: 37) o fundamento da crítica da independência com base na hipótese da moeda endógena consiste no fato de que, na prática, a política monetária não pode ser independente.²⁶ Posição semelhante é defendida por Madi (1993)²⁷

pressuposto de que os bancos centrais possuem um objetivo natural, ao qual eles tentam aderir, na medida em que estejam livres para fazê-lo." (Carvalho, 1994: 5-6).

²⁶ Nas suas palavras: "Enfim, por esta visão, o banco central, sendo ou não formalmente independente do governo, não pode ir contra a realidade de que a oferta monetária é determinada por forças de mercado. Pode fixar o preço básico da moeda, mas não pode determinar sua quantidade. A oferta de moeda creditícia é endógena, derivada do crédito e determinada pela demanda" (Costa, 1992: 37).

²⁷ "Por um lado, a independência institucional do Banco Central não elimina nem a determinação endógena da oferta monetária, nem a instabilidade inerente às economias monetárias. Por outro, não se pode conceber a atuação da Autoridade Monetária de forma independente da sociedade, isenta das pressões públicas e privadas que se traduzem na tendência à fragilidade financeira." (Madi, 1993: 205).

Como podemos ver através dessas colocações, na sua essência, a crítica teórica mais radical da independência dos BCs fundamenta-se numa visão teórica alternativa do funcionamento da economia e do papel que nela desempenha a moeda. Sua conclusão é lógica: uma vez que os pressupostos da idéia de independência não são válidos, essa proposta também perde todo o sentido.

Como avaliar essa crítica aos pressupostos monetaristas e a conseqüente negação de todo e qualquer sentido à questão da independência dos BCs? O que seriam os BCs, de acordo com esse tipo de crítica?

Nosso desconforto em relação a esse tipo de crítica não decorre da visão teórica que a fundamenta, mas da visão de BCs que a mesma deixa subentendida. Como entender, por exemplo, que autores monetaristas, como Johnson (1964) e Friedman (1968), e autores pós-keynesianos, como Carvalho e Costa, a partir de pressupostos tão diferentes, tenham feito a mesma crítica radical à idéia de independência? O conceito de banco central seria o mesmo para ambas as correntes? Trata-se de que tipo de instituição? São eles simples órgãos governamentais, ou instituições marcadas pela ambigüidade, como sugerimos no Capítulo 1 deste trabalho? O que dizem os estatutos dos BCs e como aparece a questão da independência ao longo da sua evolução histórica? Como explicar que uma "idéia sem sentido" seja tão recorrente na história dos BCs?

O mesmo tipo de questionamento pode ser feito em relação ao argumento da moeda endógena. Qual moeda é endógena, em que sentido e em que grau? Podemos afirmar que, em seu sentido preciso, a moeda emitida pelo BC é exógena, mas isso não significa que o BC não sofra todo tipo de pressões, algumas

irresistíveis, para emitir sua moeda. Nesse sentido, podemos concluir que existe algum grau de endogenia no processo de emissão monetária, mas essa endogenia não é da essência da moeda fiduciária (*fiat money*), emitida pelo BC. Já o dinheiro de crédito, emitido pelos bancos e também pelas empresas, é endógeno ao processo econômico. Mas o dinheiro de crédito é apenas dinheiro de crédito e não dinheiro em sentido pleno. Ele pode até se traduzir, e geralmente o faz, em dinheiro, mas o BC tem poder e instrumentos para regular esse processo. Não é um poder absoluto, mas pode ser fortalecido pelas instituições que o expressam. Na perspectiva de nossa análise histórica, teórica e institucional, os bancos centrais são partes constitutivas do sistema privado de crédito e, nesse sentido, são parcialmente endógenos ao mesmo. Entretanto, na medida em que são instituições estatais, eles são parcialmente exógenos ao sistema financeiro e podem exercer funções de controle e regulação.

Sobra, então, algum sentido para a idéia de independência? Qual independência? Goodhart e Aglietta sugerem que sim.

3.2.3.2 - A defesa crítica da independência: Goodhart

A posição crítica de Goodhart contra o argumento monetarista de independência também o distingue dos críticos radicais, pois enquanto estes se limitam a criticar a posição monetarista, ele avança sua investigação, procurando uma justificativa não monetarista para a independência. Nesse sentido, afirma que, apesar do viés monetarista no objetivo e na defesa da independência, isto, "(...) por si mesmo, não impede de se procurar criar um banco central independente" (Goodhart, 1994: 2). Sua justificativa é que: "Tal Banco, por suas próprias ações, palavras e reputação, pode ampliar e

sustentar o apoio em favor de preços estáveis." (Goodhart, 1994: 2).

Qual o significado dessa afirmação? Segundo nossa interpretação, ela sugere que pode haver um argumento não monetarista em favor da independência, ou seja, que um banco central independente pode procurar, "por suas próprias ações, palavras e reputação", os apoios sociais e políticos para realizar seus objetivos, coisa que um BC subordinado teria mais dificuldade em fazer. Goodhart ressalta a "fragilidade política de um banco central independente", pois entende que a independência, por si mesma, pode nada significar, se o BC não tiver a habilidade "política" em conseguir apoios para realizar seus objetivos. Um BC independente tanto pode ter sucesso em realizar seus objetivos como fracassar. Isso mostra que a independência não é, em si mesma nem uma coisa mágica, nem uma panacéia para todos os males econômicos, como sugerem os monetaristas, mas também não é uma "falsa questão", como concluem muitos autores pós-keynesianos. Dessa forma:

"Se o banco central não pode desenvolver e manter apoios sociais, tanto entre o público como entre os partidos políticos, o regime [da independência] pode não se sustentar, a despeito das capacidades técnicas do banco central" (Goodhart, 1994: 27).

Nessa perspectiva, Goodhart coloca duas questões para investigar. Primeiro, se a independência é consistente com a coordenação das políticas macroeconômicas. Segundo, se a delegação de poderes a um agente independente é consistente com as obrigações governamentais numa sociedade democrática.

Em relação à primeira questão, existe a séria preocupação em se compatibilizar a independência dos BCs com a coordenação das políticas fiscal, monetária e cambial. Goodhart não vê uma incompatibilidade entre essas duas exigências. Permanece uma questão aberta, se o BC pode conseguir seu objetivo da estabilidade dos preços na presença de uma irresponsabilidade fiscal do governo. Nesse caso, diz ele, mesmo que a irresponsabilidade fiscal seja um obstáculo para que o BC alcance seu objetivo, isto não é uma razão suficiente contra a independência do BC, pois:

"Mesmo assim, deve haver alguma suposição de que a mudança constitucional em direção à *autonomia do Banco Central* reduz a probabilidade de tal irresponsabilidade fiscal, porque ela seria mais rápida e seguramente penalizada, contrabalançando o aumento das taxas de juros e, com isso, reduzindo a tentação política. Se isso é assim, então, mesmo que a independência do banco central não seja suficiente para a estabilidade dos preços, na presença de um governo irresponsável, ela deve ser um movimento na direção correta (grifo nosso)" (Goodhart, 1994: 8).

Em relação à segunda questão, a pergunta é: pode um banco central independente ser democraticamente responsável? Para Goodhart, a responsabilidade democrática é a outra face da independência, a ser garantida pela própria legislação que confere autonomia ao BC. A responsabilidade é um *"complemento e não uma contradição com a independência"*. É a sociedade que expressa, através de um ato legal, o objetivo, a independência e a responsabilidade de um banco central.

"Na verdade, a responsabilidade democrática de um banco central independente, direcionado a conseguir a estabilidade dos preços como seu principal objetivo, pode tornar-se muito maior e mais transparente do que a de um banco central subserviente com o encargo de tentar fazer o *trade-off* de compromissos entre uma variedade de objetivos

sob a tutela de um chefe político" (Goodhart, 1994: 15).

Entretanto alerta ele que as responsabilidades de BCs independentes devem ser expressamente definidas nos seus estatutos, da mesma forma que o alcance e os limites da independência. O caso do Banco Central da Nova Zelândia é exemplar a esse respeito, pois a questão da responsabilidade, expressa em seus estatutos, é considerada como um argumento favorável e não contrário à sua independência. Um BC independente, com objetivos precisos, facilita a delegação de poderes e a cobrança de responsabilidades, mas essa tarefa não é apenas uma questão de competência técnica, mas, sim, uma questão política, cujo sucesso deve refletir o consenso social. Finalmente, conclui Goodhart, esse arranjo institucional pode aumentar a flexibilidade a respeito da adoção de estratégias e táticas específicas de política monetária.

Como avaliar essas colocações de Goodhart? Parece claro que sua defesa da independência se fundamenta em pressupostos e objetivos não monetaristas. Criticando a validade da construção de indicadores de independência e os testes de correlação entre eles e as taxas de inflação, afirma que o instrumento básico da política monetária é a taxa de juros de curto prazo e que o objetivo da independência não é reforçar o controle dos agregados monetários, mas dar mais flexibilidade, transparência e responsabilidade às ações dos BCs.

Nossa crítica não se refere a esses pontos, mas à sua aceitação acrítica do discurso da independência, sabidamente um discurso monetarista, que carrega uma visão diferente de banco central e de política monetária daquela de Goodhart. O uso de uma expressão como a independência, mesmo que se lhe atribua um outro conteúdo, é certamente questionável, pois é inadequado para expressar a natureza das relações entre os BCs e o governo.

3.2.3.3 - A independência relativa e simbólica: Aglietta

Aglietta entende que as relações dos BCs com o governo são relações complexas, por causa da ambigüidade da posição que eles ocupam entre o governo e o sistema financeiro. Mas isso não o impede de tentar expressá-las através do conceito de independência. Da mesma forma que Goodhart, Aglietta não se limita a discutir as razões da generalizada tendência atual em se conceder independência aos bancos centrais. Ele procura redefinir seus fundamentos, atribuindo-lhe um sentido relativo e uma dimensão simbólica. Talvez seja por não atribuir sentido unívoco ao conceito de independência, como fazem os críticos radicais dessa proposta, mas, sim, por considerá-la como "um fenômeno multidimensional" (Aglietta (1993: 42) que ele aceite o princípio da independência, porém não os pressupostos e objetivos do argumento monetarista. Sobre isto, não deixa dúvidas:

"Nossa argumentação distingue-se daquela dos monetaristas quantitativistas, para os quais, sendo a demanda de moeda naturalmente estável, é suficiente colocar a oferta sob um piloto automático" (Aglietta, 1993: 65).

"Para cercar a questão da independência dos bancos centrais, é preciso, pois, mobilizar pontos de vista que ultrapassem os argumentos usuais sobre a credibilidade da política monetária. Nós nos perguntamos antes de tudo pelos fundamentos da independência" (Aglietta, 1992: 38).

Quais são esses fundamentos da independência, para Aglietta? O argumento de Aglietta (1990, 1992 e 1993) em defesa da independência dos BCs fundamenta-se em dois pontos: o primeiro é de natureza conjuntural, a nova situação monetária e financeira internacional, e o segundo tem um caráter teórico, a natureza da moeda fiduciária. A esta última, ele associa a dimensão simbólica ou mítica da independência.

Em primeiro lugar, a "mudança radical das estruturas financeiras" e o fim dos Acordos de Bretton-Woods colocam novas questões e desafios para os bancos centrais. É nesse cenário que se repõe o debate histórico sobre a independência. A liberdade financeira dá livre curso às antecipações dos agentes econômicos, que não podem ser regulados pelo mercado, mas somente por instituições, entre as quais sobressaem os BCs. É nesse contexto da desregulamentação financeira que se recoloca o debate da independência, pois,

"Este novo sistema financeiro liberalizado e globalizado modificou a posição dos bancos centrais na economia, reforçou sua importância na regulação macroeconômica e os colocou frente a problemas comuns" (Aglietta, 1992: 38).

A reivindicação de sua independência está associada, então, à liberdade da finança privada internacional. Para Aglietta, a independência não apenas responde a exigências do processo de liberalização e globalização financeiras, mas é também um fator que fortalece o poder e aumenta a flexibilidade das ações dos BCs face a um mundo de incertezas, que lhes exige uma constante adaptação aos acontecimentos imprevistos. Os argumentos em favor da independência que desconhecem esse novo contexto financeiro, em que operam os BCs, são radicalmente insuficientes.

Em segundo lugar, Aglietta busca um fundamento teórico da independência na natureza essencialmente fiduciária da moeda atual. Para ele, a moeda é, antes de tudo, um elo social, materializado nos meios de pagamento, cujo coração, os pagamentos interbancários, são a base das relações entre os bancos comerciais e o banco central. A criação de meios de pagamento não é uma exclusividade do banco central, mas, ao contrário, ela está largamente privatizada nas ações dos bancos e das empresas. Como essas emissões privadas não conhecem ponto de equilíbrio, nem têm limites intrínsecos, podendo levar a situações explosivas, "(...) é necessário organizar institucionalmente a raridade da moeda". Esse é o papel

fundamental do banco central: regular a criação monetária, de modo a garantir bom funcionamento do sistema de pagamento, condição indispensável à operação da economia privada:

"O bom funcionamento dos sistemas de pagamento, a ancoragem nominal, a prevenção do risco sistêmico são os atributos desse bem coletivo que é a moeda. Essas características formam um conjunto de regras, de instituições e de práticas, do qual o banco central é a base principal. O fundamento de sua independência decorre da unicidade e da irredutível singularidade de seu papel na sociedade.

.....
 "Devendo fornecer os serviços de um bem coletivo, ele deve estar além de todos os interesses financeiros, aí incluídos [os que se expressam] pelo intermédio do orçamento do Estado (...) (Aglietta, 1992: 46-47).

Nessa perspectiva, a independência do BC é proposta, primeiramente, não para isolar o BC do governo, mas para fortalecer sua ação face à economia privada. Ou seja, o banco central situa-se numa posição estratégica, ao mesmo tempo, parcialmente independente de ambos os pólos de suas relações constitutivas, o Estado e o mercado, com o objetivo de intermediar o jogo de interesses afetados pela gestão monetária do banco central. Nas suas próprias palavras:

"A independência do banco central diz respeito, assim, à relação da instituição à economia privada e sua posição no seio dos órgãos do Estado. Uma vez que essa posição, contrariamente à sua relação com a economia privada, pode ser objeto de decisões coletivas, sua independência é concebida, antes de tudo, em relação ao bom funcionamento da economia privada" (Aglietta, 1993: 64).

Dessa dupla relação do BC, com o governo e com o sistema financeiro, decorrem suas funções básicas: "(...) garantir a ancoragem nominal e prevenir o risco sistêmico". É no

cumprimento dessas funções básicas que Aglietta coloca o fundamento da independência dos BCs.²⁸

Fica, assim, definida claramente a "ambigüidade da posição do banco central", fato que permite conceber sua independência como "um dispositivo institucional" que relaciona "o banco central com o governo, de um lado, e com os mercados, de outro". É a partir dessa ambigüidade da posição dos BCs que Aglietta define a independência como uma noção relativa.²⁹ Ela é relativa, porque se expressa no interior dos aparelhos de Estado e não fora deles. "O banco central é uma instituição de essência estatal. Desejá-lo independente do Estado não tem nenhum sentido" (Aglietta, 1993: 65). Entretanto esta relação de direito com o Estado sofre uma tensão pelo fato de que os BCs são bancos dos bancos. "A tensão entre o direito e o fato é ineliminável porque ela resulta da ambigüidade da posição do banco central. (Aglietta, 1992: 47). Cabe aqui recordar que a função de banco dos bancos não foi atribuída aos BCs pelo Estado, mas decorre da própria natureza do dinheiro de crédito dos bancos e historicamente surgiu por necessidade do próprio sistema de bancos privados.

"É por isso que a independência é uma noção relativa, que resulta da tensão entre a regra e a ação, entre a multiplicidade de funções e a indivisibilidade da qualidade da moeda. Essa relatividade implica a impossibilidade de definir um estatuto ideal. Como o demonstra a elaboração do estatuto do Banco Central Europeu, o resultado cristaliza um compromisso, que leva a marca

²⁸ "A credibilidade da política monetária e sua relação com a independência do banco central não podem, portanto, ser tratadas sem examinar as ligações complexas do banco central com o governo, por um lado, e com a comunidade financeira e a economia privada, por outro." (Aglietta, 1992: 43).

²⁹ "Esta relatividade se exprime em relação ao poder político e às formas de representação democrática: a independência pode ser concebida no interior da divisão de poderes, cuja unidade forma o Estado; ela não pode ser concebida sob a forma de uma entidade exterior ao Estado. Esta relatividade se exprime também em relação à comunidade financeira: nenhum banco central pode se subtrair a seu papel de banco dos bancos." (Aglietta, 1992: 38).

preponderante dos interesses mais fortes." Aglietta, 1992: 47).

A independência é uma regra institucional, que deve fornecer um quadro de referências às ações dos BCs e um modelo às antecipações dos agentes econômicos. Nesse sentido, "(...) o grau de independência depende da força institucional das regras e da interpretação que dela fazem os diferentes centros de poder, que constituem as autoridades monetárias" (Aglietta, 1992: 48). Isso é importante para entender o significado diferente que tem a independência no contexto cultural de cada país. Fora desse contexto, a "(...) independência dos bancos centrais seria, então, um problema vazio, sem conteúdo significativo" (Aglietta, 1992: 52).

Apesar da contradição de se pensar instituições independentes no âmbito de sua dependência jurídica do Estado, Aglietta pensa ser possível existir um BC independente. Talvez por essa mesma razão, também não vê contradição entre a independência dos BCs e a coordenação das demais políticas do governo. Para ele, o câmbio flexível e a globalização financeira criaram canais de interdependência entre as principais moedas. Por isso, diz ele: "A política cambial e a política monetária devem estar estreitamente coordenadas. A independência do banco central não pode significar, pois, outra coisa que uma estreita colaboração com a autoridade política" (Aglietta, 1992: 52). Será isso possível? A experiência histórica que analisamos sugere que sim.

Resta examinar a dimensão simbólica da idéia de independência proposta por Aglietta. Sua ênfase na atual conjuntura pode ser explicada por um fator novo, que reforça sua dimensão simbólica: trata-se da vigência de um padrão fiduciário de moeda inconvertível e sem lastro. "Ao contrário da mitologia difundida, esse processo já estava grandemente consumado antes da irrupção da Primeira Guerra Mundial" (Triffin, 1972: 4). O fim do padrão dólar-ouro, em 1971, representou o corte do último laço que ligava a moeda

fiduciária a uma moeda-mercadoria. Essa ligação se dava através da relação do ouro com o dólar e através deste com todas as demais moedas. O fim da conversão dólar-ouro significou o início de um padrão de moeda essencialmente fiduciário, fato sem precedentes históricos. Vivemos num "mundo fiduciário".

Entretanto esse "mundo fiduciário" tem raízes históricas num passado já distante, pois o lastro ouro também tinha uma função simbólica, na medida em que a conversibilidade funcionava muito mais como uma crença, um mito, um símbolo, do que como uma regra efetiva. A atitude quase religiosa face a conversibilidade moeda-ouro protegia o BC de influências políticas. Conforme Aglietta, a independência dos BCs também desempenha um papel simbólico para a confiança e estabilidade da moeda fiduciária, da mesma forma que a conversibilidade desempenhava para o papel moeda, ao longo da história. Nesse sentido, ela "(...) é um mito fundador, que evita o questionamento estratégico dos agentes privados sobre os atos discricionários do Banco Central" (Aglietta, 1990: 6).

Esse papel das instituições parece mais evidente hoje, mas, na realidade, sempre foi exigido dos BCs, desde suas primeiras atuações nas crises bancárias. Sua evolução institucional acompanha a desmaterialização do padrão monetário. A diferença é apenas que o lastro ouro do dinheiro possuía valor intrínseco, o que não ocorre com o dinheiro essencialmente fiduciário atual. Na verdade, sempre existiu muito mais dinheiro-papel do que ouro, e, nas crises mais sérias, para evitar que as coisas aparecessem realmente como são, a conversibilidade era suspensa. Bastava, então, a palavra do Banco da Inglaterra para assegurar a confiança do público na qualidade das notas bancárias. Estamos sugerindo que, em última análise, o que garantia a qualidade das notas já não era mais o lastro metálico, mas uma instituição. Progressivamente os bancos centrais vão se transformando em "lastros" institucionais da moeda fiduciária, à medida que a "memória" do

lastro vai se ofuscando. Essa dimensão adquire todo o seu significado hoje, com a vigência de um padrão fiduciário de valor. Atualmente, mais que no passado, a gestão da moeda e do crédito deve "parecer neutra" face aos interesses afetados pela mesma. Essa "aparência de neutralidade" é uma condição da confiança na moeda fiduciária:

"Para garantir a legitimidade da moeda, o banco central deve parecer exterior aos interesses partidários (*partisans*) que se opõem ao sujeito da gestão da liquidez. Essa exterioridade deve permanecer crível, sem impedir que o banco central desempenhe seu papel político, para regular a moeda, portanto sem impedir sua ação discricionária" (Aglietta, 1991: 24).

"A confiança não se estabelece por um contrato, mas se experimenta através de um ritual. O mito consiste numa crença da exterioridade da instituição em relação aos conflitos que permeiam a sociedade" (...) Para o banco central é a independência que é a figura dessa exterioridade mítica" (Aglietta, 1991: 24).

O mesmo sentido simbólico da institucionalidade dos BCs é reafirmado por Galbraith (1983: 33), quando afirma que o Banco da Inglaterra "(...) é para a moeda, o que a Basílica de São Pedro representa para a Fé". Ou, ainda, quando diz que o Fed conserva a "liturgia" da independência, mas não a realidade. A função mítica, litúrgica, ou simbólica da independência dos BCs não significa, porém, que ela seja apenas um mito, uma liturgia ou um símbolo. Para Aglietta, esta é apenas uma de suas muitas dimensões.

3.3 - Além da dicotomia dependência _ independência

A partir da análise histórica e do confronto dos argumentos teóricos, podemos fazer uma avaliação crítica do debate atual sobre a questão da independência.

Em que medida ele responde às perguntas que formulamos no início do capítulo? Nossa conclusão é pouco animadora, pois, salvo algumas exceções, como Goodhart e Aglietta, o debate não foi além da dicotomia dependência _ independência. O exemplo dos BCs da Inglaterra, da Alemanha e dos Estados Unidos é elucidativo a esse respeito. Enquanto o primeiro desfruta de elevado grau de autonomia real, mesmo sendo formalmente subordinado ao Tesouro, os dois últimos se mostram submissos ao Poder Executivo, mesmo gozando de elevado grau de independência legal. De modo geral o debate que analisamos mostrou-se incapaz de explicar essas contradições.

A análise histórica indicou a especificidade das relações entre os BCs e o governo, a qual se espelha na ampla variedade de estatutos dos BCs que tentam traduzi-la e nas freqüentes divergências entre as normas legais e os comportamentos efetivos. Verificamos que essas relações estão marcadas, ora pela harmonia, ora pela tensão, e, muitas vezes, até pelo conflito aberto. Elas oscilam, portanto, entre a dependência e a independência, mas nenhuma dessas situações polares traduz nem os estatutos nem as práticas efetivas dos bancos centrais.

A partir da análise teórica concluímos ser necessário avançar para além da dicotomia dependência _ independência, pois ela se mostra incapaz de traduzir todos os aspectos envolvidos nessas relações. Nossa avaliação do debate é que as

posições polares, que defendem ou a dependência ou a independência, se baseiam em visões teóricas dos BCs que não correspondem à sua verdadeira natureza. Nesse sentido, a posição de Goodhart, mas principalmente a de Aglietta, parece ser a que mais avança na compreensão dos BCs e de suas ações. Avaliamos, porém, que a análise desses autores não rompe com o discurso monetarista da independência, um passo que julgamos necessário para a formulação de uma teoria crítica dos bancos centrais.

Nossa principal crítica à visão monetarista da independência refere-se ao fato de a mesma desconsiderar a dimensão financeira do processo de criação monetária e a forma como este último torna mais complexa a gestão da moeda. Essa teoria, que pretende explicar mecanicamente a inflação através da independência, não consegue explicar porque BCs menos dependentes, segundo seus próprios critérios de independência, são muitas vezes mais eficientes que BCs mais independentes. Ela atribui aos BCs um poder que eles, em teoria, não podem ter e, na prática, efetivamente não têm.

Por outro lado, embora concordemos com a visão crítica de outros autores aos pressupostos, aos objetivos e aos resultados apregoados pela proposta monetarista de independência, sua posição parece-nos claramente insatisfatória. Como negar a especificidade das relações entre os bancos centrais e o governo indicada pela realidade histórica? Querer que os BCs se comportem como simples órgãos governamentais, subordinados ao Executivo e meros executores de decisões, como se deduz dessa postura crítica, implica uma visão instrumental do dinheiro, da gestão monetária e dos BCs. Ela não explica, por exemplo, por que os BCs formalmente independentes dificilmente usam seus poderes contra a política do governo.

Enfim, nenhuma dessas posições dicotômicas, que enfatizam ora a independência ora a dependência, consegue explicar por que os BCs não podem ser nem totalmente independentes nem totalmente dependentes de um poder a que estão legalmente subordinados. Mas se os BCs não podem ser nem uma nem outra coisa, como são ou como devem ser? Para explicar essa contradição propomos o conceito de interdependência, cujos pressupostos e implicações práticas serão discutidos na Conclusão de nosso trabalho.

- CONCLUSÃO

O que são os bancos centrais? Como se definem suas relações com o governo e com o sistema financeiro? Qual o sentido da questão da independência? Estas perguntas orientaram nosso trabalho. Cabe aqui explicitar as respostas que fomos construindo ao longo de sua elaboração, pois elas conformam nossa visão teórica sobre os bancos centrais e nossa interpretação sobre a questão da independência.

- Os bancos centrais

A história da gênese dos bancos centrais mostrou sua metamorfose de bancos comerciais, privilegiados por suas relações especiais com o governo, em banco dos bancos. Eles não foram criados pelo Estado nem resultaram apenas das leis do mercado, mas constituem produto da interação entre a evolução do sistema de pagamentos e a ação pública do Estado. Esse fato implica que os bancos centrais carregam a contradição e a racionalidade de serem, ao mesmo tempo, partes constitutivas e órgãos semiautônomos tanto em relação ao governo como em relação ao sistema financeiro. Sua existência e sua posição estratégica de mediação representam a solução institucional de um conflito entre o Estado e os bancos privados pelo controle do poder monetário de emissão. Como resultado desse conflito, o poder monetário acabou ficando partilhado entre os organismos que formam o tripé em que se apóia o sistema monetário moderno — o governo (Tesouro), os bancos centrais e os bancos privados — e o conjunto das relações entre eles formam a institucionalidade que permite a gestão da moeda e do crédito numa economia capitalista. Recordemos os traços gerais desse processo.

A emissão de moedas metálicas era uma prerrogativa do soberano; sua aceitação geral explicava-se, em grande parte, porque os súditos podiam pagar impostos com a moeda real. O sistema de coleta e de pagamentos de tributos formava também a rede que fazia o dinheiro circular na economia. A invenção dos bancos e o desenvolvimento do sistema bancário impôs uma concorrência à emissão e à circulação do dinheiro real. Aos poucos, os bancos começaram a participar do direito de emitir bilhetes, e o sistema bancário tornou-se mais importante que o sistema fiscal. Mas o fracasso dos bancos emissores, devido à sua fragilidade e à propensão às crises, fortaleceu a tendência de concentrar a emissão nas mãos de poucos bancos, até se chegar ao monopólio, em geral confiado aos bancos comerciais privilegiados por seus laços especiais com o governo. O fim dos bancos comerciais emissores coincidiu também com a formação dos bancos de depósito, e a antiga prerrogativa de emitir moeda-papel foi substituída pelo seu poder de emitir dinheiro de crédito. Enquanto isso, na outra ponta do processo, o banco central de emissão dava origem ao banco central de reservas, e estas criavam as condições para o redesconto e o empréstimo de última instância, condições essenciais para o funcionamento do sistema bancário e garantia do dinheiro de crédito. Aqui nasceu o banco central.

Ele se tornou o banco dos bancos, não só porque já detinha o monopólio da emissão, mas também porque concentrava as reservas de ouro e de notas dos demais bancos. Entretanto ser banco de emissão não constitui em si mesma, uma função pública nem uma função exclusiva de um banco central, tanto assim que, no início, foi exercida por bancos essencialmente privados. Mas ser banco dos bancos veio a ser uma função pública, típica de um banco central, porque seu exercício mostrou-se incompatível com o objetivo do lucro, razão de ser de um banco privado. O curioso e paradoxal desse processo é que a função pública de um banco central não se originou a partir da sua relação com o governo, mas, sim, de seu relacionamento com os bancos

privados. Por outro lado, embora a dimensão pública dos BCs decorra de sua relação privada com os bancos, o exercício dessa função só é possível porque eles são também organismos governamentais que participam do poder político do Estado. Como consequência disso, modificou-se também a natureza de suas relações com o governo. Dizendo de outra forma e exemplificando, a relação do Banco da Inglaterra com o Príncipe que o criou no século XVII transformou-se após ter ele assumido a função de banco dos bancos e de emprestador de última instância no decorrer dos séculos XIX e XX. Hoje, o Príncipe moderno sabe que sua antiga criatura mudou e, com ela, também suas relações.

Podemos afirmar, então, que a razão de ser dos bancos centrais não é o *fiat money*, mas, sim, o *credit money* emitido pelos bancos privados; porém, ao mesmo tempo, o poder de emitir *fiat money* é uma condição do exercício de sua função de banco dos bancos, ou seja, de seu papel de regular os bancos e garantir em última instância a qualidade de seu dinheiro de crédito. A posição estratégica que os BCs ocupam entre o governo e os bancos privados não se explica apenas pelas razões históricas, pois há também uma razão teórica, a gestão da moeda e do crédito, pois, nesse sistema a moeda é administrada em *primeira instância* pelos bancos e em *última instância* pelo Estado, através dos bancos centrais.

Nossa principal conclusão sobre os BCs é, então, que eles não são simples órgãos governamentais, mas instituições singulares, complexas, ambivalentes, semipúblicas e semiprivadas, inseridas na estrutura estatal e parte constitutiva do sistema privado de crédito. Essa posição de interdependência, entre o governo e o sistema financeiro, que exclui tanto a completa subordinação quanto a total independência, é de fundamental importância para o desempenho de suas funções reguladoras da moeda e do crédito. Essa

regulação, porém, envolve não apenas as relações dos BCs com o governo, ou apenas as relações com os bancos, mas a todo o conjunto de relações que formam o sistema monetário.

- Os bancos centrais e os bancos privados

Os dilemas e as contradições da função de prestador de última instância (LLR) definem a natureza das relações dos BCs com os bancos privados. A teoria do LLR evoluiu desde Thornton e Bagehot até Minsky à medida que os bancos privados foram rompendo todos os limites que restringiam suas ações. Com isso, aprofundaram-se também os dilemas a ela inerentes. Thornton já assinalava a existência inicial desses dilemas ao denunciar o "risco moral" imbutido na garantia de liquidez oferecida pelos BCs aos bancos particulares. Bagehot também ressaltava que não era suficiente o Banco da Inglaterra intervir para resolver as crises bancárias; fazia-se necessário que ele assumisse publicamente esse compromisso. Mas essa garantia pública era uma faca de dois gumes: um remédio eficaz que assegurava a confiança nos bancos e nas suas moedas privadas e, ao mesmo tempo, um incentivo a novas aventuras financeiras.

Por outro lado, a análise de Minsky mostrou também que as crises bancárias e a necessidade dos BCs como LLRs não são peculiaridades do século passado, mas características essenciais do sistema financeiro moderno. Suas contradições e dilemas não só continuam presentes na atualidade, mas assumem também uma dimensão sistêmica face à integração mundial dos mercados. Os bancos e o dinheiro de crédito constituem o centro dinâmico da economia, e a instabilidade financeira, a marca fundamental do sistema. É por isso que ser garantia de última instância, nas condições atuais, implica um "risco moral", de tal natureza que coloca os BCs permanentemente em xeque. O "risco moral" de Thornton e Bagehot traduz-se no "jogo viciado"

com que Minsky caracteriza as relações dos BCs com os bancos. Ou seja, o desempenho da função de LLR, na atualidade, assemelha-se, cada vez mais, a uma arte (de Sísifo) dos BCs. Seus dilemas e contradições espelham os limites da regulação econômica através do controle monetário exercido pelos BCs.

O desenvolvimento do papel de LLR constitui a outra face do processo de transição do sistema metálico para o sistema fiduciário. Thornton e Bagehot reconheciam que a declaração pública do Banco da Inglaterra já era suficiente para acalmar o pânico e interromper as corridas bancárias. Aos poucos, a palavra do Banco passou a ser uma garantia mais importante para o dinheiro fiduciário do que o próprio lastro metálico depositado como reserva nos seus cofres. Isso quer dizer que, já nos seus primórdios, o sistema foi se tornando fiduciário, substituindo-se a regra de ouro da conversibilidade pela moeda de curso forçado, cuja estabilidade não depende mais de sua relação a um lastro material, mas está associada às expectativas de geração de uma riqueza no futuro. Num sistema fiduciário a confiança na moeda está relacionada, de alguma forma, ao poder político do Estado, do qual participam os BCs. Com o fim do último elo que ligava esse dinheiro fiduciário ao ouro, em 1971, passamos a viver num "mundo fiduciário", onde o papel dos bancos centrais, enquanto instituições, assume toda a sua dimensão simbólica para a credibilidade na moeda fiduciária. É esse o sentido da afirmação de Galbraith, de que o Banco da Inglaterra está para a moeda como a Basílica de São Pedro está para a fé.

- Os bancos centrais e o governo

A visão teórica dos bancos centrais que esboçamos acima e os dilemas de sua função de LLR permitem reinterpretar a questão da independência. Na análise que fizemos do debate

sobre essa questão, ficaram claras as contradições tanto dos defensores da independência dos bancos centrais quanto de seus críticos.

- A visão monetarista da independência

A visão monetarista da independência não passa de uma nova forma de negar a necessidade dos próprios bancos centrais; ela representa, na verdade, uma versão disfarçada dos *free banking* ou da regra monetária automática. Como parece politicamente impossível acabar com os bancos centrais ou transformá-los em meros departamentos governamentais, propõe-se neutralizá-los quanto à política, através de uma camisa-de-força, como a regra monetária ou, por paradoxal que pareça, potencializando ao máximo sua liberdade e seu poder através da sua independência.

Como vimos, o principal objetivo da proposta monetarista é o controle estrito da oferta de moeda, pois entende que a mesma é totalmente exógena e pode ser controlada pelo banco central, desde que ele seja independente do governo. Por isso, apregoa a neutralidade das ações dos bancos centrais independentes. Entretanto a independência, por si mesma, não elimina os fatores endógenos de criação monetária, quer provenham do governo, quer do processo financeiro privado, e, portanto, as ações dos BCs independentes não garantem a neutralidade da moeda nem da política monetária. O suposto poder da independência não neutraliza politicamente os BCs. Ao contrário, um BC mais independente pode mesmo ser mais politizado que um BC mais dependente, pois, enquanto este último participa da orientação política da coalizão governamental, o primeiro precisa reforçar suas próprias bases de apoio político. Como instituições autônomas, os BCs tornam-se entes políticos e, como tais, definem suas ações como um complexo jogo político, recebendo pressões de todos os

interesses afetados por suas políticas: o governo, o Congresso, a comunidade financeira e mesmo a sociedade. Nesse sentido, o grau de autonomia efetiva não decorre necessária e exclusivamente do arranjo institucional, mas também dos apoios políticos e do suporte social a suas políticas.

A ambigüidade e as contradições da proposta da independência evidenciam o caráter singular das relações dos BCs com o governo. Nem a independência legal nem a real traduzem a especificidade dessas relações. Talvez ela se espelhe melhor na manifesta contradição que freqüentemente existe entre a norma legal e o comportamento efetivo dos BCs. Por um lado, é inegável a existência de estatutos próprios para os BCs que traduzem graus diversos de independência legal. Isto, por si só, configura um tratamento diferente dos BCs em relação aos demais órgãos governamentais. Mas, por outro lado, fica patente que, mesmo os BCs mais independentes, como o Federal Reserve e o Bundesbank, raramente adotam comportamentos diferentes da orientação governamental em matéria de política monetária. Como pretender, então, que os graus maiores de independência legal expliquem as menores taxas de inflação? Como justificar a independência, se os BCs menos autônomos têm mostrado desempenho semelhante, ou até melhor, ao dos mais independentes?

Para a visão monetarista, a independência formal dos BCs traduz-se numa efetiva política monetária independente, pois ela confere o poder de agir de forma independente. Ao contrário do que apregoa esse discurso, o estatuto da independência não determina, por si só, uma prática independente. As instituições, por si mesmas, nada podem fazer. Sua ação efetiva depende dos interesses e das forças que lhes dão sustentação. O quanto o comportamento efetivo de cada BC traduz o princípio formal não pode ser definido *a priori*. Um dos pontos mais polêmicos dessa questão reside precisamente em avaliar a

importância do estatuto legal dos BCs para a gestão da política monetária. Nossa avaliação é que a importância dos mesmos é relativa aos interesses que eles codificam, pois são esses mesmos interesses que podem dar efetividade aos preceitos legais. A independência real do Bundesbank fundamenta-se mais no apoio social e político que o Banco recebe da sociedade do que na sua independência estatutária, mas certamente sem o amparo legal ela seria insustentável. Apesar dessas contradições, como explicar a onda atual em favor da independência?

A idéia da interdependência dos bancos centrais, que tentamos elaborar, permite entender também a oscilação histórica de suas relações com o governo, desde seu maior estreitamento até sua maior independência. Vimos que os bancos centrais cristalizam institucionalmente o conflito entre o Estado e os bancos privados pelo poder monetário de emissão, pela gestão do crédito e da riqueza na sua forma monetária e financeira. Nessa perspectiva, a oscilação entre dependência e independência pode ser entendida como resultado da correlação de forças entre os BCs e os bancos privados em torno da definição de políticas mais apropriadas aos diversos interesses em jogo. As marchas e contramarchas da idéia de independência expressam ora o predomínio ora o recuo do poder monetário privado sobre as ações dos BCs.

No período posterior à Segunda Guerra, os BCs estiveram submetidos à lógica da intervenção governamental na economia e aos objetivos da reconstrução e do crescimento econômicos. Na conjuntura atual, nota-se uma retirada do Estado e um avanço da lógica do mercado em todos os domínios. Nos campos monetário e financeiro, a nova onda pela independência dos BCs expressa o predomínio da finança privada nacional e internacional sobre a orientação da gestão monetária e sobre os custos e benefícios a ela associados. Hoje mais do que no passado, os bancos e

empresas aumentaram enormemente sua influência na soberania monetária dos Estados nacionais. A formação de um verdadeiro sistema de *free banking* a nível internacional e o domínio do circuito privado de crédito e de suas moedas particulares comprovam essa verdade. A reivindicação de maior independência para os BCs é expressão desse movimento. Como vimos, o "divórcio" do Banco da Itália em relação ao Tesouro foi precedido pela mudança da intervenção do Estado na economia italiana. A história do Banco da França também mostra que os momentos de maior autonomia coincidiram com o domínio da "alta finança" através do Conselho de Regentes e que os momentos de maior subordinação aconteceram durante o Governo da Frente Popular naquele país. Hoje a coalizão liberal de governo conseguiu introduzir o princípio formal da independência nos estatutos do Banco da França. Outros tantos bancos centrais passaram por processos semelhantes, ora de afirmação, ora de negação da independência, de acordo com a correlação de forças e os interesses políticos predominantes em cada período histórico. É nessa perspectiva que pode ser entendido o movimento atual em prol da independência.

Mas esse movimento, por sua vez, também não foge às suas próprias contradições: de um lado, maior independência em relação ao governo, de outro, maior necessidade de um LLR para garantir a qualidade de seus dinheiros privados. Por maior que seja a independência que se imprima aos bancos centrais, separando-os do governo, e por maior que seja o domínio sobre eles exercido pelo sistema privado de crédito, os bancos centrais só conseguem exercer seu papel na medida em que possam manter a distância relativa necessária de ambos os pólos de suas relações constitutivas. Ser ora mais dependente ora mais independente faz parte das "regras do jogo" e não altera o caráter de suas relações ambivalentes com o governo ou com o sistema financeiro, pois os BCs e suas ações constituem o campo privilegiado da disputa pela gestão e pela posse da riqueza na sua forma monetária.

- A visão crítica da independência

A visão crítica da independência, por sua vez, também incorre em contradições. As posições de Goodhart e de Aglietta, embora se diferenciem do monetarismo e procurem qualificar o conceito de independência, mantêm o discurso da independência, sem fazer-lhe a necessária crítica. A visão crítica radical, por outro lado, ao questionar as bases do argumento teórico do monetarismo e negar qualquer sentido à proposta de independência, desliza para o extremo oposto, não explicitando o seu desenho ideal para as relações dos bancos centrais com o governo. Ela considera inútil qualquer tipo de independência, face à interdependência das políticas monetária, fiscal e cambial. Além disso, afirma que a definição dos regimes fiscal, monetário e cambial constituem uma função de Estado e que dar independência aos BCs significa entregar-lhes o comando sobre toda a política econômica. No caso brasileiro, além dessa interdependência, o questionamento é mais específico: como fazer política monetária independente face a uma situação de descontrole fiscal, de fragilidade financeira e de desequilíbrio cambial, interrogam-se os críticos da independência.

Após nossa avaliação da visão monetarista, perguntamos aos seus críticos como explicam a existência de estatutos em todos os BCs, com tantas ressalvas protegendo-os contra a interferência política nas questões monetárias? Como devem ser os estatutos dos BCs? Como devem se posicionar os BCs face ao governo a que estão juridicamente subordinados? Por que os BCs freqüentemente defendem visões divergentes dos pontos de vista do governo? Por que os BCs não podem ser transformados em meros "departamentos da moeda", como propõem Friedman e Johnson?

Essas questões visam explicitar nossa diferença em relação aos autores que se limitam a criticar a visão monetarista, deixando subentendido que defendem a completa dependência dos BCs, e também em relação aos que avançam para além da pura crítica, mas conservam o discurso monetarista da independência.

Apesar da crítica à visão monetarista da moeda e da política monetária e ao seu discurso da independência, pelos motivos expostos acima, defendemos que os BCs precisam de estatutos ou de salvaguardas, pois suas relações com o governo são diferentes das dos demais órgãos governamentais. É preciso reconhecer a especificidade dessas relações, mas o discurso da independência, mesmo que se lhe atribua novo conteúdo, parece inadequado para esse fim. O discurso da dependência também parece incapaz de expressar a posição dos BCs face ao governo. Desde a criação do Banco da Inglaterra, estava claro ao soberano que o seu poder sobre o Banco era limitado. Financiar o Tesouro Real era a primeira função do Banco, mas o fato de a mesma ser executada por um banco comercial, externo ao governo, impunha limites a esse mesmo financiamento. O dilema dessa relação podia ser percebido antes mesmo que esse Banco assumisse a função de banco dos bancos e de LLR. Com esse papel, aquele dilema se aprofundou e problematizou as relações dos BCs com os Príncipes modernos.

- A interdependência dos bancos centrais

Qual o sentido formal e prático da idéia de interdependência? Ela certamente traduz com mais propriedade o caráter das relações legais e efetivas entre os bancos centrais e o governo. A análise histórica revelou que essas relações foram assumindo a forma de uma dialética complementaridade, a qual exclui tanto a total subordinação quanto a completa independência dos BCs. A idéia da interdependência expressa a

natureza e o comportamento ambivalentes dos BCs. Em termos teóricos, queremos sugerir que a relação contraditória entre os BCs e o governo traduz as relações contraditórias que existem entre o Estado e o dinheiro. Da mesma forma que não possui o controle absoluto sobre o dinheiro, o governo também não controla totalmente os bancos centrais, que inicialmente foram suas criaturas. A racionalidade e as contradições de seu comportamento têm frustrado muitas tentativas de transformá-los em meros instrumentos da política governamental. Todos os bancos centrais possuem estatutos que, na sua variedade, procuram traduzir formalmente o caráter específico de suas relações com o governo.

Em termos práticos, a idéia de interdependência implica que essas relações podem assumir formas institucionais diferentes e também se manifestar através de práticas diferentes, conforme o contexto político em que os BCs estão inseridos e a natureza dos problemas a serem enfrentados, ou seja, elas podem assumir as mais diversas formas e expressões empíricas, podendo variar entre a autonomia formal e a estreita colaboração, entre a subordinação quase completa e a independência quase absoluta, entre um consenso tácito e uma tensão permanente, podendo chegar até mesmo a um conflito aberto. Esse conflito que é inerente ao caráter contraditório dessas relações geralmente se intensifica nos períodos de crise, como podemos observar no caso do Fed e do Bundesbank. Mas a ausência de conflito aberto, ou a estreita colaboração, entre a política fiscal e a política monetária não pode ser interpretada como subordinação ou ausência de autonomia. As razões para isso podem ser encontradas na história de cada BC e na tradição cultural e legislativa de cada país. Entende-se, assim, porque não é possível propor um modelo único de relacionamento entre os BCs e o governo, nem pode o mesmo ser conhecido *a priori*, pois o estatuto, por si só, não determina o comportamento de um BC, embora possa influenciá-lo profundamente.

A idéia de interdependência pode significar, então, algo mais que uma simples autonomia operacional, pois implica que os BCs possam ter a liberdade para formular e defender seu ponto de vista sobre a política fiscal (sem que isso caracterize um poder indireto de tributar) e sobre a política monetária (sem que a mesma anule as demais), mas a decisão e a responsabilidade finais pertencem ao governo. Essa foi a razão primária de sua criação, quando ainda eram apenas bancos comerciais e de governo. Com sua transformação em banco dos bancos, suas relações com o governo se tornaram mais complexas e contraditórias, mas não perderam seu objetivo original de separar o órgão que decide sobre a emissão do órgão que decide sobre o gasto.

Em fim, a idéia de interdependência significa que os bancos centrais fazem parte de uma institucionalidade onde suas funções e suas responsabilidades devem estar claramente definidas, de forma que o processo decisório relativo à política monetária, creditícia e cambial resulte de uma ação conjunta entre eles e as autoridades econômicas. Uma vez estabelecidas as "regras do jogo", os BCs devem assumir toda a responsabilidade pela condução daquelas políticas. Com isto supera-se tanto a pretensão monetarista da independência absoluta quanto a visão puramente instrumental dos bancos centrais. Nessa institucionalidade os BCs podem desenvolver suas ações como uma verdadeira arte.

Os bancos centrais são o que são pela sua própria razão de ser, pela sua evolução histórica e pelos objetivos que perseguem. Assim como o dinheiro, eles sempre foram pouco compreendidos ao longo de sua história e o continuam sendo ainda nos dias atuais. Resistiram aos ataques daqueles que não vêem sentido na sua existência e romperam todas as regras de comportamento que se lhes tentaram impor. Quando legalmente independentes, agiram de forma harmônica com o governo. Quando transformados em meros instrumentos, lutaram por maior autonomia. Criados inicialmente para controlar a emissão de

moeda e transformados, depois, em garantias de última instância do dinheiro de crédito dos bancos, ou seja, ao assumirem a função de regular o dinheiro sob todas as suas formas, os bancos centrais passaram também a ter seu comportamento e seu destino ligados às contradições, ao movimento e ao fetiche de seu objeto.

- BIBLIOGRAFIA

- AGLIETTA et al., Michel (1990). *Globalisation Financière: L'Aventure Obligée*. Paris, Economica.
- AGLIETTA, Michel (1991). *Genèse des Banques Centrales e Legitimité de la Monnaie*. Université de Paris X - Nanterre. (mimeo).
- AGLIETTA, Michel (1992). *L'Indépendance des Banques Centrales. Leçons pour la Banque Centrale Européenne*. *Revue d'Economie Financière*, Paris, n° 22, automne.
- AGLIETTA, Michel (1992a). *Comportement Bancaire et Risque de Systeme*. Paris, (Document de Travail n° 92-02, mai).
- AGLIETTA, Michel (1993). *L'indépendance de la Banque de France*. Paris, *Banque*, n° 537, mai.
- AGLIETTA, Michel (1994). *The International Monetary System: In Search of New Principles*. University of Paris X - Nanterre (mimeo).
- ALBUQUERQUE, Marcos Cintra C. de (1991). *Autonomia do Banco Central*. Folha de São Paulo, 17.05.91
- ALESINA, A. (1989). *Politics and Business Cycles in Industrial Democracies*. *Economic Policy* 8 (Spring).
- ALESINA, A. and SUMMERS, L. H. (1993). *Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: some comparative evidence*. *Money, Credit and Banking*, vol 26 n° 2.
- ANDRÉADES, A. (1966). *History of The Bank of England 1640 to 1903*. New York, A. M. Kelly.
- BADE, R. and PARKIN, M. (1982). *Central Banks Laws and Monetary Policy*. (Unpublished).
- BAGEHOT, Walter (1968). *Lombard Street. El Mercado Monetário de Londres*. México, Fondo de Cultura Economica.
- BANAIAN, K. L., LANEY, Y and WILLET, T. (1991). *Central Bank Independence: an international comparison*. In: Bendesky (org.) (1991). *El Papel de la Banca Central en la Actualidad*. México, DF. CEMLA - Centro de Estudios Monetários Latinoamericanos.
- BARGER, Harold (1964). *The Management of Money. A Survey of American Experience*. Chicago, Rand McNally & Company.

- BELLUZZO, Luiz G. de Mello (1993). La naturaleza de la moneda y la gestión monetária. México, Investigación Econômica nº. 203, enero-marzo.
- BELLUZZO, Luiz G. de Mello e BATISTA JUNIOR, Paulo N. (orgs.) (1992). A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional. Ensaios em homenagem a Dilson Funaro. Rio de Janeiro, Paz e Terra.
- BELLUZZO, Luiz G. de Mello e ALMEIDA, Júlio Sérgio G. de (1990). Crise e Reforma Monetária no Brasil. São Paulo, __São Paulo em Perspectiva, vol. 4, nº. 1, Fundação Seade.
- BENDESKY, Leon (org.) (1991). El Papel de la Banca Central en la Actualidad. México, DF. CEMLA - Centro de Estudios Monetários Latinoamericanos.
- BIGG, Robert J. (1990). Cambridge and the Monetary Theory of Production. London, Mc. Millan.
- BORDO, Michael D. (1991). El Prestamista de Última Instância: puntos de vista alternativos y experiência histórica. In: Bendesky, Leon (org.) (1991). El Papel de la Banca Central en la Actualidad. México, DF. CEMLA - Centro de Estudios Monetários Latinoamericanos.
- BOUVIER, Jean (1988). The Banque de France and the State from 1850 to the Present Day. In: Toniolo (ed.) (1988). Central Banks' Independence in historical perspective. Berlin, de Gruiter.
- BRAGA, J. C. de Souza (1992). Finanças Industrializantes e Estabilização Monetária. Campinas, Instituto de Economia. (mimeo).
- BRAGA, J. C. de Souza (1993). A financeirização da Riqueza. Economia e Sociedade, Campinas, nº 2, Agosto.
- BULHÕES, Octávio G. de (1990). Depoimento. Memória do Banco Central. Programa de História Oral do CPDOC/FGV. Banco Central, Brasília.
- CAESAR, Rolf (1991). Los Bancos Centrales y la Política. In: Bendesky (org.) (1991). El Papel de la Banca Central en la Actualidad. México, DF. CEMLA - Centro de Estudios Monetários Latinoamericanos.
- CAIRNCROSS, Alec (1988). The Bank of England: Relations with Government, the Civil service, and Parliament. In: Toniolo

- (ed) (1988). **Central Banks' Independence in historical perspective**. Berlin, de Gruiter.
- CAPIE, Forrest and WOOD, Geoffrey (1991). **Central Banks and Inflation: an historical perspective - Part. I. Central Banking**, vol. II, nº. 2, Autumn.
- CARLI, Guido (1987). **Why Banks are Unpopular**. In: Ciocca (ed.) (1987). **Money and the Economy: Central Bankers' View**. London, Macmillan Press.
- CARNEIRO, Dionísio D. e GARCIA, Márcio G. P. (1994). **Capital Flows and Monetary Control under a Domestic Currency Substitution Regime: the recent brazilian experience**. Rio de Janeiro, PUC. (mimeo).
- CARVALHO, Carlos E. (1992). **Liquidez e choques antiinflacionários**. In: Belluzo e Batista Junior (orgs.) (1992). **A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional. Ensaios em homenagem a Dilson Funaro**. Rio de Janeiro, Paz e Terra.
- CARVALHO, Fernando Cardim de (1994). **The Independence of Central Banks: a critical assesment of the arguments**. (mimeo)
- CHICK, Victoria (1994). **A evolução do Sistema Bancário e a Teoria da Poupança, do Investimento e dos Juros**. Ensaios FEE, Porto Alegre, (15)1.
- CIOCCA, Pierluigi (ed.) (1987). **Money and the Economy: Central Bankers' View**. London, Macmillan Press.
- COBBOLD, Lord (1987). **Some Thoughts on Central Banking**. In: CIOCCA (ed.) (1987). **Money and the Economy: Central Bankers' View**. London, Macmillan Press.
- COOPER, Richard N. (1987) **The International Monetary System. Essays in World Economics**. Cap. 12: **The Evolution of the International Monetary Fund toward a World Central Bank**. The MIT Press, Cambridge.
- COSTA, Fernando Nogueira da (org.) (1993). **Relatório Final. Pesquisa sobre Política Monetária**. Convênio Ipea-Pnud. IE-Unicamp.
- COSTA, Fernando Nogueira da (1992). **Política de Câmbio e Juros vs. Dolarização Programada e Banco Central Independente**. Instituto de Economia, Unicamp. Texto para Discussão nº. 4, Janeiro.

- CUKIERMAN, A., WEBB, S., NEYAPTI, B. (1992). Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. Washington, *The World Bank Economic Review*, vol. 6, nº. 3.
- CYPRIANO, Marcelo P. (1994). *Relações entre o Banco Central e o Tesouro Nacional - Evolução institucional. Separação de Contas. Troca de passivos*. Campinas, Instituto de Economia - Unicamp. Dissertação de Mestrado em Economia (mimeo).
- DE CECCO, Marcello (ed.) (1986). *Changing Money. Financial Innovation in Developed Countries*. Oxford, Basil Blackwell.
- DOWNES, Patrick and VAEZ-ZADEH, Reza (eds.) (1991). *The Evolving Role of Central Banks*. Washington, DC. International Monetary Fund.
- FARO, Clovis de (1990). *Plano Collor. Avaliações e Perspectivas*. Rio de Janeiro, Livros Técnicos e Científicos.
- FAZIO, Antonio (1991). Role and Independence of Central Banks. In: Downes and Vaez-Sadeh (1991). *The Evolving Role of Central Banks*. Washington, DC, International Monetary Fund.
- FERREIRA, C. K. L. e FREITAS, M. C. P. de (1991). *A Inoportunidade do Banco Central Independente*. Folha de São Paulo, 04.06.91.
- FERREIRA, C. K. L. e FREITAS, M. C. P. de (1990). *A Independência do Banco Central e o Controle dos Agregados Monetários no Contexto Internacional: Questões para o Brasil*. Brasília, Anais da Anpec.
- FERREIRA, C. K. L. e FREITAS, M. C. P. de (s/d). *Análise Comparada dos Bancos Centrais e Formas de Gestão da Política Monetária*. São Paulo, Iesp-Fundap, relatório nº. 2.
- FERREIRA, C. K. L. e SILVA, Luiz A. Simões da (s/d). *Reforma do Sistema Financeiro Brasileiro: Anteprojetos da Lei Complementar do Sistema Financeiro*. Iesp/Fundap, Relatório Parcial nº. 1.
- FIORI, José Luis (1994). *As Palavras e as Coisas*. Folha de São Paulo, 14.08.94. p. 1-6.
- FONSECA, Pedro Cezar D. (1987). *Vargas: o capitalismo em construção*. São Paulo, Brasiliense.

- FRANCO, Gustavo (1991). Aspectos da Reforma Financeira. Rio de Janeiro, FGV, *Conjuntura Econômica*, dezembro.
- FRATIANNI, M., HAGEN, J. and WALLER, C. (1992). The Maastricht Way to EMU. *Essays in International Finance*, Princeton, nº. 187, June.
- FRIEDMAN, M. & SCHWARTZ, A. (1987). Has Governement Any Role in Money? In: SCHWARTZ (ed.) (1987). *Money in Historical Perspective*. Chicago, The University of Chicago Press.
- FRIEDMAN, Milton (1959). *A Program for Monetary Stability*. New York, Ford-ham University Press.
- FRIEDMAN, Milton (1968). Should There Be an Independent Monetary Authority? In: Friedman M. (1968). *Dollars and Deficits*. New Jersey, Prentice Hall.
- FRIEDMAN, Milton (1986). Monetary Policy in a Fiat World. In: Suzuki and Yomo (ed.) (1986). *Financial Innovation and Monetary Policy: Asia and the West*. Tokyo, University of Tokyo Press.
- GALBRAITH, J. K. (1983). *Moeda: de onde veio, para onde foi*. São Paulo, Pioneira.
- GAMA E SILVA, José Saldanha da (1952). *Os Bancos e o Estado Moderno*. Rio de Janeiro, Edições O Cruzeiro.
- GOODHART, Charles (1985). *The Evolution of Central Banks*. London, London School.
- GOODHART, Charles (1987). Why do Banks need a Central Bank? Oxford, *Oxford Economic Papers*, nº. 39.
- GOODHART, Charles (1989). Central Banking. In: Eatwell, J. Milgate, M. Newman, P. (ed.) (1989). *Money*. Macmillan, Reference Books.
- GOODHART, Charles (1992). Entretiens avec Charles Goodhart. *Revue d'Economie Financière*. Paris, nº. 22, Automne.
- GOODHART, Charles. (1994). *Regime of Fiduciary Money with an Independent Central Bank*. London, (mimeo).
- GOODMAN, J. B. (1992). *Monetary Sovereignty*. Ithaca and London, Cornell University Press.
- GORTON, Gary (1985). Clearinghouses and the Origins of Central Banking in the United States. *Journal of Economic History*, 45, nº. 2.

- GRILLI, V., D. MASCIANDARO, and G. TABELLINI (1991). Political and Monetary Institutions and Public Finance Policies in the Industrial Countries. *Economic Policy*, 13 (October).
- GROSS, Francisco. (1992) A Independência do Banco Central. LD Mural, Banco Central, Brasília, Ano V, nº. 42, 30.10.92.
- GUTTENTAG, J. and HERRING, R. (1987). Emergency liquidity assistance for international banks. In: Portes and Swoboda (1987). *Threats to international financial stability*. Cambridge, Cambridge University Press.
- GUTTENTAG, J. et HERRING, R. (1983). The Lender of Last Resort Function in an International Context. *Princeton Studies in International Finance*, nº. 151. Princeton University Press, May.
- HAYEK, F. A. (1978). *Desestatização do Dinheiro. Uma análise da teoria e da prática das moedas simultâneas*. Rio de Janeiro, Instituto Liberal.
- HICKS, John (1972). *Uma Teoria de História Econômica*. Rio de Janeiro, Zahar.
- HOLTFRERICH, Carl-Ludwig (1988). Relations between Monetary Authority and Governmental Institutions: The Case of Germany from the 19th Century to the Present. In: Toniolo (ed.) (1988). *Central Banks' Independence in historical perspective*. Berlin, de Gruiter.
- HOLTFRERICH, Carl-Ludwig (1989). The monetary unification process in 19th-century Germany: relevance and lessons for Europe today. In: De Cecco and Giovannini (ed.) (1989). *A European Central Bank? Perspectives on monetary unification after ten years of the EMS*. Cambridge, Cambridge University Press.
- HUMPHREY, T. M. (1975). The Classical Concept of the lender of last resort, *Federal Reserv Bank of Richmond Economic Review*, vol. 61, Jan/Feb.
- HUMPHREY, T. M. (1989). Lender of last resort: the concept in history, *Federal Reserv Bank of Richmond Economic Review*, Mar/April.

- JOHNSON, Harry G. (1964). Should There Be an Independent Monetary Authority. In: *The Federal Reserve System after Fifty Years*. Washington D. C. US Government Print Office.
- KETTL, Donald F. (1986). *Leadership at the Fed*. New Haven, Yale University Press.
- KEYNES, John Maynard (1973). A Treatise on Money. Volume 2, The Applied Theory of Money. In: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. VI. London, MacMillan.
- KEYNES, John Maynard (1978). O Fim do Laissez-Faire. In: Szmeccsanyi (org.) *Keynes Economia*. São Paulo, Atica.
- KINDLEBERGER, C. P. and LAFARGUE, J. P. (eds.) (1982). *Financial Crises. Theory, History and Policy*. Cambridge, Cambridge University Press.
- KINDLEBERGER, Charles P. (1984). *A Financial History of West Europe*. London, George Allen & Unwin.
- KINDLEBERGER, Charles P. (1992). *Manias, Pênicos e Crashes: Um histórico das crises financeiras*. Porto Alegre, Ortiz-Gazeta Mercantil.
- KLEIN, Benjamin (1974). The Competitive Supply of Money. *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 18, nº. 4, novembro.
- KOCK, M. H. (1946) *Banca Central*. México, DF, Fundo de Cultura Econômica .
- LAGO, P. A. D. do (1982). *A SUMOC como embrião do Banco Central: sua influência na coordenação da política econômica*. Rio de Janeiro, Departamento de Economia da PUC. Dissertação de Mestrado em Economia (mimeo).
- MADI, Maria Alexandra C. (1993). *Política Monetária no Brasil: Uma Interpretação Pós-Keynesiana*. Campinas, Instituto de Economia - Unicamp. Tese de Doutorado em Economia (mimeo).
- MAGALHAES, Augusto F. R. (1971). *Os Bancos Centrais e sua Função Reguladora da Moeda e do Crédito*. Rio de Janeiro, A casa do Livro.
- McCLAM Warren D. (1982). Financial fragility and instability: monetary authorities as borrowers and lenders of last resort. In: Kinleberger and Lafargue. (eds) (1982).

- Financial Crises. Theory, history and policy. Cambridge, Cambridge University Press.
- MÉTAIS, Joël (1982). Less developed countries' rising indebtedness and the lender of last resort in international context. In: Kindleberger and Lafargue (1982). *Financial Crises. Theory, history and policy*. Cambridge, Cambridge University Press.
- MEYER, Paul A. (1982). *Monetary Economics and Financial Markets*. Homewood, Richard D. Irwin.
- MINSKY, Hyman P. (1975). *John Mainard Keynes*. New York, Columbia University Press.
- MINSKY, Hyman P. (1982). *Inflation, Recession and Economic Policy*. Armonk, M. E. Sharpe.
- MINSKY, Hyman P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale University Press.
- MINSKY, Hyman P. (1989). Money and Lender of Last Resort. In: Guttman (1989) (ed.) *Reforming Money and Finance. Institutions and Markets in Flux*. London, M. E. Sharpe, Inc.
- MIRANDA, José Carlos (1992). *Câmbio, Juros e Fisco: a experiência internacional*. Campinas, Instituto de Economia - Unicamp. Tese de Doutorado em Economia (mimeo).
- MOLLO, Maria de Lourdes R. (1994). As Controvérsias Monetárias do Século XIX. Porto Alegre, *Ensaio FEE*, Ano 15, nº. 1.
- MULLINEUX, A. W. (1987). *International Money and Banking. The Creation of a New Order*. Birmingham, Wheatsheaf Books.
- NARDOZZI, Giangiacomo (1988). A Central Bank Between the Government and the Credit System: The Bank of Italy after World War II. In: Toniolo (ed.) 1988. *Central Banks' Independence in historical perspective*. Berlin, de Gruiter.
- NOGUEIRA, Dênio (1994). *Depoimento. Memória do Banco Central*. Programa de História Oral do CPDOC/FGV. Banco Central, Brasília.
- OLIVEIRA LIMA, Luis Antônio de (1986). *Teoria de uma Economia Monetária: a análise de Keynes*. Campinas, Instituto de Economia - Unicamp, Tese de Doutorado em Economia (mimeo).
- ORENSTEIN, L. e SOCHACZEWSKI A. C. Democracia com Desenvolvimento: 1956-1961. In: ABREU, M. de Paiva (org.) A

- Ordem do Progresso. Cem Anos de Política Econômica Republicana 1889-1989.** Rio de Janeiro, Campus.
- OSSA, Fernando (1992). Dinero y sistemas monetarios alternativos. **Cuadernos de economia**, ano 29, nº. 86, abril.
- PASTORE, Affonso C. (1990). A Reforma Monetária do Plano Collor. In: Faro (org.) (1990). **Plano Collor. Avaliações e Perspectivas.** Rio de Janeiro, Livros Técnicos e Científicos.
- PATAT, Jean-Pierre (1972). **Les Banques Centrales.** Paris, Sirey.
- PATAT, Jean-Pierre (1992). Quelques Remarques sur la Question de l'Indépendance de la Banque Centrale. **Revue d'Economie Financière.** Paris, nº. 22, Automne.
- PAULANI, Leda Maria (1991). **Do Conceito de Dinheiro e do Dinheiro como Conceito.** São Paulo, Faculdade de Economia e Administração - USP. Tese de Doutorado em Economia (mimeo).
- PEREZ, Antônio G. (1989). **Dinero y Gestion Estatal: algunas propuestas analíticas.** México, Investigación Económica, nº. 188, abr-jun.
- PORTES R. and SWOBODA A. K. (ed.) (1987). **Threats to international financial stability.** Cambridge, Cambridge University Press.
- POSEN, Adam S. (1993). Why Central Bank Independence Does Not Cause Low Inflation. **Central Banking**, vol IV n. 2, Autumn.
- REUTEN, Geert (1988). The money expression of value and credit system: a value-form theoretic outline. London, **Capital and Class**, nº. 35, summer.
- RIGOLON, F.J. Zagari (1993). **Independência do Banco Central: o Caso do Brasil.** Departamento de Economia da PUC. Rio de Janeiro. Dissertação de Mestrado em Economia (mimeo).
- RIST, Charles (1945). **Historia de las Doctrinas Relativas al Crédito y a la Moneda. Desde John Law Hasta la Actualidad.** Barcelona, Bosch Editorial.
- RODRIGUES, Carlos A. (1991). **Inflation in Brazil** (mimeo).
- ROLNICK, A. J. and WEBER, W. E. (1983). New Evidence on the Free Banking Era. **American Economic Review**, vol. 73, nº. 5, December.

- ROLNICK, A. J. et WEBER, W. E. (1984). The Causes of Free Banking Failure. *Journal of Monetary Economics*, nº. 12.
- SCAPERLANDA, Anthony (1978). The IMF: An Emerging Central Bank? *Kiklos*, vol. 31, fasc. 4.
- SCHWARTZ, Anna J. (1989). Banking School, Currency School, Free Banking School. In: John Eatwell (ed). *The New Palgrave: Money*. London, The MacMillan Press.
- SELGIN, G. A. and WHITE, L. H. (1987). The Evolution of Free Banking System, *Economic Inquiry*, nº. 25, july.
- SELGIN, George A. (1989). Legal Restrictions, Financial Weakening, and Lender of Last Resort. *Cato Journal*, vol. 9, nº 2.
- SERRA, José (1991). A lei do sistema financeiro: uma proposta. Rio de Janeiro, FGV, *Conjuntura Econômica*, dezembro.
- SMITH, Vera (1936/1990). *The Rationale of Central Banking and the Free Banking Alternative*. Indianapolis, Liberty Press.
- SOCHACZEWSKY, A. C. (1980). *Financial and Economic Development of Brazil*. Tese de PhD, London, London University. (mimeo).
- SOUZA GOMES, Luiz (1967). *Bancos Centrais e Instituições Internacionais de Crédito*. Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas.
- SUSUKI, Y. and YOMO, H. (ed.) (1986). *Financial Innovation and Monetary Policy: Asia and the West*. Tokyo, University of Tokyo Press.
- SWINBURNE, Mark and CASTELLO BRANCO, Marta (1991). Central Bank Independence and Central Bank Functions. In: Downes and Vaez-Zadeh (1991). *The Evolving Role of Central Banks*. IMF, Washington, D. C.
- SYLLA, Richard (1988). The Autonomy of Monetary Authorities: The Case of the U. S. Federal Reserve System. In: Toniolo (ed) (1988). *Central Banks' Independence in historical perspective*. Berlin, de Gruiter.
- THORNSTON, H. (1939). *An Inquiry of the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. Ed. by Von Hayek, New York, Rinehart and Co.
- TIMBERLAKE, R. H. (1978). *The Origins of Central Banking in USA*. Cambridge, Harvard University Press.

- TIMBERLAKE, R. H. (1984). The Central Banking Role of Clearing Houses Associations. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 16, no. 1, February.
- TOBIN, James (1986). Financial Innovation and deregulation in Perspective. In: SUSUKI, Y. and YOMO, H. (ed.) (1986). *Financial Innovation and Monetary Policy: Asia and the West*. Tokyo, University of Tokyo Press.
- TONIOLO, Gianni. (ed.) (1988). Central Banks' Independence in historical perspective. Berlin, de Gruiter.
- TRIFFIN, Robert (1972). *O Sistema Monetário Internacional. Ontem, Hoje e Amanhã*. Rio de Janeiro, Expressão e Cultura.
- VICARELLI, Fausto (1988). Central Bank Autonomy: A Historical Perspective. In: Toniolo (1988). *Central Banks' Independence in historical perspective*. Berlin, de Gruiter.
- WALKER, Pinkney C. (ed.) (1965). *Essays in Monetary Policy in Honor of Elmer Wood*. Columbia, University of Missouri Press.
- WOOLEY, John T. (1984). *Monetary Politics. The Federal Reserve and the Politics of Monetary Policy*. Cambridge, Cambridge University Press.
- WOOLEY, John T. (1985). Central Banks and Inflation. In: Lindberg and Maier (ed.) (1985). *The Politics of Inflation and Economic Stagnation. Theoretical Approches and International Case Studies*. Washington, DC, The Brookings Institution.
- WRAY, L. Randall (1990). *Money and Credit in Capitalist Economies. The Endogenous Money Approach*. Aldershot, Edward Elgar.