

## Comunicação 2

# Variáveis-chave de controle monetário por bancos centrais \*

JOSÉ ROBERTO NOVAES DE ALMEIDA \*\*

### 1 — Objetivo

O objetivo do trabalho consiste em determinar as variáveis-chave de execução de política monetária, conforme especificado nos relatórios de bancos centrais. Examinar-se-á também a forma de divulgação pública das metas quantitativas de políticas monetárias, bem como os custos e benefícios desta divulgação, previamente ao início do ano fiscal do banco central.

### 2 — Introdução

Consultando-se uma amostra de 16 relatórios anuais de bancos centrais<sup>1</sup> verifica-se que na quase totalidade não apresentam discussões sobre as metas efetuadas para o ano fiscal objeto de exame, quer

\* Trabalho apresentado à XIII Reunião de Técnicos de Bancos Centrais do Continente Americano, realizada em Ottawa, Canadá, de 25 a 29-10-76.

\*\* Do Banco Central do Brasil. Conceitos e opiniões aqui emitidos são os do autor e não necessariamente os do Banco Central do Brasil.

<sup>1</sup> A escolha dos bancos centrais a serem examinados foi devida simplesmente à disponibilidade imediata de seus relatórios na biblioteca do Banco Central do Brasil, que se encontra em fase de reorganização em Brasília, vinda da antiga sede no Rio de Janeiro. Alguns bancos centrais importantes não puderam ser examinados dada a indisponibilidade de seus relatórios.

essas metas tenham sido especificadas de forma pública ou não. Tal fato não indica necessariamente que os bancos centrais examinados não tenham objetivos gerais de política monetária claramente delineados no início de cada exercício, mas indica, sem dúvida, que não há obrigatoriedade legal desses objetivos serem especificados previamente de maneira clara, e muito menos que sejam examinados, *a posteriori*, desvios dos objetivos em relação aos resultados efetivamente alcançados.

No entanto, parece certo que a maior parte dos bancos centrais não possui metas quantitativas sobre um número reduzido de variáveis fundamentais de política monetária, uma vez que suas atuações, conforme expressa em seus relatórios, processam-se por diversos instrumentos de controle monetário, sem que seja possível descobrir-se ênfase específica no controle de uma dessas variáveis. O interesse dos bancos centrais é extremamente amplo, encontrando-se habitualmente, para um mesmo banco, o exame de seu esforço no sentido de controle da base monetária, reservas livres dos bancos comerciais, meios de pagamentos (segundo um ou mais conceitos), créditos do sistema monetário (em termos de fluxos ou de saldos), créditos do sistema financeiro, totalidade dos haveres financeiros, reservas cambiais, nível da taxa de juros (quer em termos de juros de títulos utilizados nas operações de mercado aberto, quer em termos de taxas de juros de empréstimos do sistema financeiro, quer ainda em termos de taxa de desconto do Banco Central ao sistema financeiro).

A maior parte dos bancos centrais parece tomar decisões de política monetária em função de fatores conjunturais importantes que são considerados de difícil previsão com antecedência de 12 meses. A falta de ênfase em uma variável de política monetária ou em um número reduzido dessas variáveis é devida possivelmente à falta de segurança da teoria monetária<sup>2</sup> que ainda não é capaz de dar respostas definitivas sobre problemas cruciais de execução de política monetária. Particularmente são ainda importantes os fatores políticos, tecnicamente imponderáveis *a priori*, a curto prazo, e que

<sup>2</sup> Ver, por exemplo, K. Acheson e J. F. Chant, "Bureaucratic Theory and the Choice of Central Bank Goals: The Case of the Bank of Canada", in *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. V (maio de 1973), pp. 10-17.

são passíveis de forte e rápida flutuação. A estreita ligação de cada país com o resto do mundo torna ainda a realização de previsões ou de metas tarefa extremamente difícil, dada a inexistência de controles de bancos centrais sobre os fluxos financeiros internacionais do mercado de euromoedas.

Os fatores acima assinalados influenciam também os orçamentos dos governos centrais, que são, no entanto, elaborados na totalidade dos países assinalados. A apresentação do orçamento do governo central, para o próximo ano, não é encontrada, no entanto, na maior parte dos relatórios de bancos centrais (com exceção do Equador e da Espanha, esse último detalhando ainda o orçamento de entidades governamentais autônomas), muito embora a maior parte dos economistas considere que seja função típica de banco central o financiamento do Tesouro, ou do setor público como um todo.

Os relatórios dos bancos centrais tendem a ser tendenciosos, como é evidente, nos assuntos de maior interesse para cada país. Nações eminentemente agrícolas (Guatemala) examinam exaustivamente a situação deste setor, enquanto que outros países fortemente dependentes do petróleo em seus balanços de pagamentos (Arábia Saudita, Venezuela e, por motivos opostos, o Brasil) dão forte atenção ao exame desta questão. Bem poucos, no entanto, aventuram-se ao exame da situação do próximo ano: a Itália analisa detidamente as perspectivas econômicas internacionais; a Espanha efetua o exame global da situação econômica do próximo ano, detalhando com cuidado as principais variáveis econômicas (produção, preços, política fiscal e monetária, nível de renda, etc.).

Alguns países estipulam suas metas de controle monetário através de outros documentos públicos que não os relatórios de seus bancos centrais, como, por exemplo, através de mensagens do Presidente da República ao Congresso Nacional, discursos e pronunciamentos do Presidente do Banco Central, do Ministro da Fazenda, etc. Esse parece ser o caso da Argentina,<sup>3</sup> se bem que também neste país não haja indicação de atenção específica sobre uma variável-chave

<sup>3</sup> J. A. Martine de Hoz, "Programa de Recuperación, Sancamiento y Expansión de la Economía Argentina", in *Economía* (Secretaría da Información Pública, abril de 1976), pp. 20-22.

de controle monetário, mas apenas recomendações gerais a serem tomadas na execução da política monetária e creditícia.

Parece, no entanto, que esforços devem ser concretizados no sentido de que as metas de política monetária — expressas quantitativa ou qualitativamente — sejam assinaladas no relatório de cada banco central, caso sejam objeto de divulgação pública. Não somente outros documentos, que não os relatórios anuais, são de difícil obtenção em diversos países como, principalmente, a análise dos objetivos e da implementação da política monetária é de extrema utilidade para o público em geral e, principalmente, para os estudiosos de Economia, quer sejam banqueiros privados — que foram afetados diretamente por tais políticas — quer por economistas interessados no assunto.

O desenvolvimento da Ciência Econômica somente pode ser realizado na medida em que sejam levadas a efeito cuidadosas análises dos problemas econômicos contemporâneos. A análise dos instrumentos de políticas monetárias, das falhas e dos acertos da política adotada, provavelmente seria muito mais apurada se realizada diretamente pelo *staff* do banco central. Além disso, do ponto de vista educacional, é extremamente importante que professores e alunos das universidades possam examinar os pontos positivos e negativos da política monetária executada pelo banco central do país. Em nações em que a disponibilidade bibliográfica é reduzida, os relatórios de bancos centrais constituem-se, às vezes, no único instrumento de exame da teoria e política monetária em nível prático: o aperfeiçoamento de tais documentos parece ser, assim, da maior importância para a melhoria do nível técnico dos futuros economistas.

### 3 — O controle monetário na Alemanha Federal, Brasil, Estados Unidos e Espanha: variáveis-chave

Os bancos centrais acima não somente especificam variáveis-chave de controle monetário, mas dão ampla divulgação de suas metas antes do início de cada ano, quer através de seus relatórios anuais

(Alemanha e Espanha), quer de documentos livremente disponíveis à imprensa, desde que decorrentes de informações prestadas ao Congresso (Estados Unidos), ou simplesmente dado a público pelo Ministério da Fazenda e pelo Presidente do Banco Central (Brasil).

A experiência alemã é detalhada no relatório do Deutsche Bundesbank de 1975.<sup>4</sup> A variável-chave considerada é o *central bank money*, definida como “papel-moeda em circulação + encaixe compulsório sobre o passivo de operações internas dos bancos”. As razões de escolha de tal variável-chave são as seguintes, conforme afirma aquele Banco:

- a) a variável deve ser passível de controle pelo Banco Central;
- b) deve refletir de maneira acurada a tendência monetária da economia;
- c) deve estar intimamente ligada ao desenvolvimento da economia;
- d) o Banco Central deve ser absolutamente responsável pela expansão da variável escolhida, de forma que o público possa determinar com precisão os acertos e falhas da política adotada.

O nível de expansão do *central bank money* é determinado, por sua vez, por estimativas prévias, realizadas pelo Bundesbank sobre quatro variáveis adicionais:

- a) taxa de crescimento do produto real;
- b) variação da velocidade de circulação da moeda;
- c) crescimento de preços (impossível de ser evitado);
- d) variação na utilização da capacidade produtiva.

A variação da capacidade produtiva e da velocidade de circulação (itens *b* e *d* anteriores) são supostas igualmente dependentes de condições cíclicas, donde preços e produto real serem os condicionantes da determinação da variável-chave *central bank money*: quaisquer

<sup>4</sup> Banco Central da Alemanha Federal, *Relatório Anual* (1975), separata em inglês dos Capítulos I e II, pp. 8-13, particularmente.

falhas na estimativa dos itens *a* e *c* irão implicar erros na determinação da meta da variável-chave.

O Bundesbank fixou uma expansão de 8% para o *central bank money* em 1975, considerando o período de dezembro a dezembro. Tal taxa foi idêntica à da previsão governamental para o PNB em 1975, notando-se, no entanto, que quando na divulgação da meta da variável-chave, em 5-12-74, o Bundesbank teve o cuidado de afirmar: “a curto prazo não há relação direta entre variações no *central bank money* e o produto nacional”.<sup>5</sup>

As razões do Bundesbank são ponderáveis particularmente quando refuta a tese de que se deve partir para a utilização de conceitos de meios de pagamentos como variáveis-chave. Os conceitos de meios de pagamentos utilizados na Alemanha são M1 (papel em circulação + depósitos à vista), M2 (M1 + quase-moeda) e M3 (M2 + depósitos de poupança). Fazendo-se M1 = 100, ter-se-ia, ao final de 1975, 157 para M2 e 279 para M3. Argumenta o Bundesbank que o único conceito de meios de pagamentos que permite identificar rapidamente a moeda é M3, dada a rápida variação dos depósitos entre os tipos à vista, a prazo e de poupança, devido a modificações no nível da taxa de juros. A desvantagem de M3 é que é uma simples soma de diversos componentes (claramente com liquidez diversa, acrescente-se), enquanto o *central bank money* embute algum conceito de liquidez, desde que a taxa de encaixe compulsório é diferenciada por tipo de depósitos, sendo, por exemplo, na Alemanha, o dobro para os depósitos à vista em relação aos de poupança. Finalmente, esclarece o Bundesbank que uma variável-chave deve ser prontamente disponível, o que acontece com o *central bank money*, mas não com M3.

A experiência de 1975 — em que o dado efetivo foi de 10% contra os 8% estimados inicialmente — levou o Bundesbank a adotar 8% para a meta de expansão do *central bank money* em 1976, expressa desta vez em termos médios anuais, e não mais em termos de variação percentual de dezembro a dezembro. A adoção de média anual consiste na técnica interna rotineira em muitos bancos centrais, mas, dado o caráter algo sofisticado de medida envolvida, rara-

<sup>5</sup> *Ibid.*, p. 9.

mente é dado a público. Outro país que já vem utilizando a média anual — sem abandonar, entretanto, o conceito tradicional expresso em termos de dezembro a dezembro — é o Brasil.<sup>6</sup>

O modelo de programação monetária brasileiro está exposto nos trabalhos de Ferreira e do CEMLA:<sup>7</sup> a variável-chave tanto pode ser a base monetária (definida como papel-moeda em circulação + depósitos à vista do público não-bancário no Banco do Brasil + depósitos dos bancos comerciais, voluntários e compulsórios), quanto meios de pagamentos em sua definição clássica (papel-moeda em poder do público + depósitos à vista nos bancos comerciais e Banco do Brasil). Observe-se que os depósitos compulsórios dos bancos comerciais são depositados fisicamente no Banco do Brasil e são exigidos exclusivamente sobre o total dos depósitos à vista, isentos apenas os depósitos à vista efetuados por entidades públicas nos bancos oficiais por eles controlados.

Estima-se exogenamente o crescimento nominal do PIB e a variação da velocidade-renda da moeda, obtendo-se conseqüentemente M1.

Adotando-se hipóteses sobre as principais relações comportamentais do sistema financeiro, tais como taxa de encaixe compulsório, relação papel-moeda em poder do público/depósitos nos bancos comerciais, calcula-se o multiplicador de meios de pagamentos que, combinado com M1, permite calcular a base monetária. Alternativamente, a base monetária pode ser calculada estimando-se o ativo das autoridades monetárias (que engloba o Banco do Brasil e o Banco Central) e as demais contas do passivo não constante da base (denominadas de “passivo não-monetário”).

A situação de existência efetiva de dois bancos centrais no Brasil exige a elaboração de um orçamento monetário — há, inclusive, obrigação legal para tanto — onde as contas principais do sistema bancário são estimadas com antecedência de 12 meses.

A partir de 1974, tornou-se hábito distribuir-se à imprensa os principais indicadores monetários (empréstimos do Banco do Brasil

<sup>6</sup> *Ibid.*, p. 62.

<sup>7</sup> E. F. Ferreira, “Programação Monetária a Curto Prazo no Brasil”. in *Revista Brasileira de Economia*, vol. 27, n.º 2 (abril/junho de 1973), pp. 9-29; e Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, *Programación Financiera de Corto Plazo en Países Latinoamericanos* (México, 1972).

e dos bancos comerciais, meios de pagamentos, base monetária, etc.) como metas a serem obtidas. O acompanhamento do orçamento monetário é efetuado de forma "reservada", no entanto, no âmbito das autoridades monetárias. Para um grupo reduzido de banqueiros são encaminhados, mensalmente, quadros estatísticos de acompanhamento de orçamento monetário, sendo rotina, por outro lado, informar-se à imprensa — através do Ministro da Fazenda ou do Presidente do Banco Central — as principais variáveis financeiras (basicamente empréstimos e meios de pagamentos), comparando-as com as estimativas realizadas previamente.

Os documentos formais de aprovação do orçamento monetário não são distribuídos à imprensa nem publicados pelo Banco Central. O Relatório Anual raramente menciona as metas do ano comparando-as com os resultados alcançados. Os dados mensais publicados no Boletim do Banco Central são apenas os efetivos, não sendo comparados com os dados do orçamento monetário. Eventualmente, quando se verifica revisão das cifras do orçamento — normalmente em julho ou agosto de cada ano — são informadas ao público as novas cifras revistas e as causas que motivaram tal revisão, também através de declarações de autoridades, mas nunca por documentos formais oficiais. O exame *ex-post* é, pois, extremamente difícil de ser efetuado, uma vez que informações dadas à imprensa através de entrevistas, etc., tendem a se perderem rapidamente, além de guardarem imprecisão de transcrição, etc.

Dado o relativo caráter técnico da base monetária, a atenção do público brasileiro situa-se no nível de meios de pagamentos, em termos de expansão em relação a dezembro. Para o público, portanto, a variável-chave são os meios de pagamentos, se bem que tecnicamente, conforme observado, não haja diferenças maiores em se controlar esses meios ou a base monetária.

A disponibilidade de dados no Brasil é excelente, do ponto de vista interno: são disponíveis o balancete consolidados das autoridades monetárias com um-dois dias de atraso e do sistema bancário e das instituições financeiras não-monetárias com sete-dez dias, através de amostragem. Os dados definitivos são disponíveis, sob a forma de balancetes consolidados, com atraso não superior a 15 dias para autoridades monetárias e 40-60 dias para as demais ins-

tituições, muito embora em alguns poucos casos haja atrasos de até 120 dias para determinadas instituições não-monetárias na área do sistema financeiro habitacional.

Informações esparsas sobre o comportamento da base monetária são encontradas no Relatório Anual do Banco Central de 1975 — distribuído ao público no final de junho — observando-se, por exemplo, <sup>8</sup> expansão da base monetária de 75,2% acima do crescimento programado para 1975.

O conceito de base monetária no Brasil é muito próximo ao do *central bank money* do Bundesbank e preenche relativamente bem as quatro condições especificadas por aquele Banco, exceto no que diz respeito ao seu integral controle, uma vez que os depósitos do público no Banco do Brasil — que representam 41,0% da base monetária em 31-12-75 — não dependem integralmente de dispositivos das autoridades monetárias. A disponibilidade de dados é, entretanto, mais do que adequada.

O desenvolvimento financeiro brasileiro é claramente inferior ao alemão ou espanhol, como é evidente. Definindo-se M1 como sendo papel-moeda em poder do público + depósitos à vista nos bancos comerciais, Banco do Brasil e caixas econômicas,  $M2 = M1 +$  + depósitos de poupança e  $M3 = m2 +$  + depósitos a prazo, e tomando-se  $M1 = 100$ , chega-se a  $M2 = 137$  e  $M3 = 169$ , observando-se que a base monetária, em 31-12-75, equivalia apenas a 23,7% do passivo das autoridades monetárias, 19,7% dos empréstimos do sistema bancário e 10,4% dos empréstimos globais do sistema financeiro.

A inexistência de documentos formais livremente disponíveis junto ao público impede, sem dúvida, que análises críticas sobre a execução do orçamento monetário sejam realizadas, muito embora, conforme assinalado, os dados estatísticos definitivos sejam de conhecimento do público, normalmente a prazo inferior a 30 dias. As atas do comitê de mercado aberto brasileiro não são publicadas, ignorando-se inclusive a composição dos membros do comitê, que tem como principal função preparar a execução da política monetária no dia-a-dia.

<sup>8</sup> Banco Central da Alemanha Federal, *op. cit.*, p. 67.

O Banco de España estipulou, desde seu Relatório de 1973, o conceito de “disponibilidades líquidas” como sendo seu objetivo fundamental de política monetária. No seu relatório de 1973,<sup>9</sup> o Banco não nega a importância de outros instrumentos fundamentais de controle monetário, como os “empréstimos bancários ao setor privado e a taxa de juros”, mas conclui que qualquer que seja o nível de importância que se dê a cada uma das variáveis “el control de todas ellas tiene discurrir através de la manipulación directa por autoridades de una sola y determinación indirecta de las otras dos”.<sup>10</sup> O conceito de “disponibilidades líquidas” é derivado do balancete das instituições creditícias, inclusive do Banco de España, e é composto da oferta monetária (papel-moeda em circulação + depósitos à vista + depósitos de poupança + depósitos a prazo de poupança vinculados). Ao final de 1975, as “disponibilidades líquidas” englobavam 89,3% do passivo do balancete consolidado do sistema creditício. Fazendo a oferta monetária = 100, obter-se-ia 177 para um suposto M2 (isto é, oferta monetária + depósitos de poupança) e 267 para M3 (M2 + depósitos a prazo e de poupança vinculados), observando-se que o Banco de España não adota outros conceitos de moeda exceto o de oferta monetária (M1).

As metas da variável-chave são estipuladas pelo Banco de España de forma pública. Normalmente, são especificadas em termos de taxas de crescimento das “disponibilidades líquidas” para os 12 últimos meses anteriores. Para 1974 foi especificado 18% (tendo sido obtidos 19,1%). Em fevereiro de 1975 foi aprovada uma redução paulatina na expansão das “disponibilidades líquidas” até chegar-se ao final do ano com 15%, ou 17% em termos de média anual dos saldos de 1975 em relação aos de 1974. Os dados efetivos para 1975 foram de expansão de 18,8%, quer em termos médios, quer de dezembro a dezembro.

Para 1976, o relatório do Banco de España de 1975 prevê um crescimento das “disponibilidades líquidas” de 16-17% para o 1.º semestre de 1976, não tendo sido especificada uma taxa de crescimento para o 2.º semestre do ano.

<sup>9</sup> Citado em Banco Central da Espanha, *Relatório Anual* (1974), p. 141.

<sup>10</sup> *Ibid.*

O Banco de España é talvez o único Banco Central que apresenta um alentado exame das perspectivas econômicas para o próximo ano -- em um total de 45 das 413 páginas do documento -- estimando, inclusive, o crescimento real do PIB do ano (3 a 4%).

A relação entre os diversos conceitos de meios de pagamentos (M1, M2 e M3) coloca a Espanha em um nível financeiro muito semelhante ao da Alemanha. No entanto, sua variável-chave é totalmente diversa e não obedece pelo menos a dois dos quesitos (itens *a* e *d*, assinalados anteriormente) fundamentais do Bundesbank. Por outro lado, a disponibilidade imediata de dados -- outro requisito importante para os alemães -- não é encontrada também no caso espanhol: o relatório anual editado em julho apresenta as últimas cifras das "disponibilidades líquidas" em março (para o relatório de 1975) e abril (para o de 1974), indicando, portanto, uma defasagem de três-quatro meses em relação à data corrente, muito embora seja óbvio que exista possivelmente disponibilidade de estimativa baseada em amostra, em menor período de tempo.

A condução da política monetária estadunidense parece ser a mais aberta possível. Indicações sobre as taxas de crescimento de M1, M2 e M3 <sup>11</sup> são especificadas nas reuniões no Comitê de Mercado Aberto, cujas atas são transcritas no Relatório Anual e na publicação mensal *Federal Reserve Bulletin*.<sup>12</sup> Eventualmente, é estipulada também a taxa de crescimento para o crédito, observando-se que normalmente é especificada uma faixa de taxas a serem obedecidas (por exemplo, de 4,5 a 7,5% nos próximos 12 meses) e não uma taxa única a ser seguida. As atas são dadas a público 45 dias após

<sup>11</sup> M1 = média diária dos saldos de: a) depósitos à vista nos bancos comerciais (exceto depósitos interbancários internos e do Tesouro) menos *float* do Federal Reserve e moeda em processo de recolhimento; b) depósitos de não-residentes nos bancos da Reserva Federal; c) papel-moeda fora do Tesouro, da Reserva Federal e dos bancos comerciais;

M2 = M1 + média diária dos depósitos de poupança, mais depósitos a prazo (exceto certificados de depósitos bancários acima de US\$ 100 mil dos bancos comerciais);

M3 = M2 + média dos saldos do 1.º e último dia de cada mês dos depósitos em bancos e associações de poupança e de sindicatos de classe.

<sup>12</sup> "Record of Policy Actions on the Federal Open Market Committee", in *Federal Reserve Bulletin*, vol. 62, n.º 4 (abril de 1976), pp. 357-63.

a data da reunião: a leitura atenta das atas indica que é dada igual atenção à expansão de meios de pagamentos nos conceitos M1 e M2, relegando-se, como de menor importância, M3 e a expansão de crédito.

O grau de controle do Banco Central sobre M1 e M2 parece ser bastante satisfatório, a julgar pelo estudo de N. Jianakoplos,<sup>13</sup> situando-se os dados efetivos na faixa de crescimento desejada pelo Comitê de Mercado Aberto. As condições expressas pelo Bundesbank parecem ser, assim, preenchidas, com exceção da do item *d*, uma vez que, embora o Banco Central possa determinar com precisão o nível de M1 e M2, deve obedecer a determinados limites, ditados pelas condições específicas do mercado secundário de títulos.

É interessante observar que o Congresso dos EUA, no 1.º trimestre de 1975, determinou condições a serem seguidas pelo Banco Central na condução da política monetária, especificando genericamente “redução nas taxas de juros de longo prazo e crescimento dos agregados monetários e de crédito em nível capaz de facilitar a recuperação da economia”.<sup>14</sup> Mais importante do que essas recomendações, o Congresso decidiu que o Banco Central deveria debater com determinadas comissões parlamentares, trimestralmente, seus objetivos e planos para os próximos 12 meses. Tais consultas, públicas, permitiram ao público determinar as linhas globais de expansão monetária e de crédito: na primeira reunião, em maio de 1975, a taxa de expansão foi simplesmente fixada em termos dos próximos 12 meses, no caso, de março a março, tendo sido especificada, posteriormente, na segunda reunião, em julho, em termos de médias trimestrais (2.º trimestre do próximo ano/2.º trimestre atual), de forma a diminuir flutuações erráticas de curto prazo.

As variáveis-chave norte-americanas são, portanto, M1 e M2, com ênfase reduzida para M3 e crédito. A taxa de juros parece ser variável secundária, sendo dependente do volume de fundos disponíveis. Parece que o Banco Central não tem grandes dificuldades em cumprir suas metas, e é evidente que a qualidade estatística e a

<sup>13</sup> N. Jianakoplos, “The FOMC in 1975: Announcing Monetary Targets”, in *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* (março de 1976), pp. 8-22.

<sup>14</sup> *Ibid.*, p. 9.

disponibilidade de dados não apresentam dificuldades maiores. Eventuais erros ou retificações de política monetária parecem não ter implicado a desmoralização do Banco Central ou a perda de seu prestígio. A preocupação com M2 é explicada, por sua vez, pelo seu alto valor; fazendo  $M1 = 100$  em dezembro de 1975, obtém-se 225 para M2 e 370 para M3, indicando que o M2 estadunidense é muito próximo do M3 espanhol ou alemão. O interesse em M3 passa a ser inclusive necessário, uma vez que pode apresentar comportamentos bem distintos de M1 e M2.

#### 4 — A inexistência de variáveis-chave

A experiência de quatro bancos centrais, particularmente os da Alemanha Federal, da Espanha, dos Estados Unidos e, em escala menor, do Brasil, indica que é perfeitamente viável a adoção de metas quantitativas para as variáveis-chave de política monetária com ampla divulgação prévia das pretensões oficiais. Conforme observado, os bancos centrais assinalados preocupam-se com maior atenção com o passivo, quer definido de forma restrita, como é o caso do Bundesbank e do Banco Central do Brasil, quer definido de maneira mais ampla (Estados Unidos) ou de maneira a abrangar a totalidade das instituições creditícias (Espanha). Os níveis das diferentes taxas de juros, do crédito do sistema bancário ou da totalidade do sistema financeiro não são considerados variáveis-chave, muito embora recebam atenção daqueles bancos em alguma escala.

A maior parte dos bancos centrais, no entanto, não especifica variáveis-chave: razões de prestígio ou da própria sobrevivência do banco central como instituição podem influenciar na tomada de tal decisão.

A escolha dos objetivos de um banco central pode ser determinada por outros fatores que não os decorrentes da prioridade do público em geral ou mesmo do governo. A teoria de ação burocrática dos

bancos centrais desenvolvida por Acheson e Chant <sup>15</sup> hipotetiza que os objetivos de um banco central dependem do: <sup>16</sup>

- a) grau de identificação dos objetivos com os do banco central;
- b) visibilidade do grau de obtenção de tais objetivos; e
- c) prioridade do objetivo para a autoridade a quem o banco central está subordinado diretamente". <sup>17</sup>

Se bem que os autores não tenham sido capazes de provar com toda segurança as hipóteses acima para o caso do Bank of Canada, parece provável que alguma influência no comportamento dos bancos centrais possa ser decorrente de fatores outros que não os discriminados em objetivos globais de política econômica ou monetária. Na medida em que variáveis-chave não são especificadas de maneira clara e de forma pública (item *b* acima), torna-se extremamente difícil associar o banco central com um fracasso de execução de uma política, se bem que simultaneamente, por outro lado, o banco central não tenha os méritos e benefícios dos acertos de políticas monetárias.

Em países politicamente instáveis parece razoável, portanto, que não sejam mencionadas especificamente as variáveis-chaves de controle monetário e muito menos suas metas quantitativas, de forma a preservar-se o prestígio do banco central no caso, muitas vezes inevitável, de ser obrigado a tentar cumprir decisões tecnicamente inviáveis ou de difícil obtenção no prazo pretendido. Em outras palavras, o banco central deve resguardar-se, de modo a manter o leque de suas opções futuras, evitando sua desmoralização perante o sistema financeiro e a comunidade financeira internacional.

Em países com razoável estabilidade e continuidade política não há como evitar-se a adoção de variáveis-chave a serem especifica-

<sup>15</sup> K. Acheson e J. F. Chant, *op. cit.*

<sup>16</sup> No original em inglês:

- a) the degree of identification of goals with the central bank;
- b) the visibility of the degree of attainment; and
- c) the priority attached to the goal by the authority to which the central bank is responsible".

<sup>17</sup> K. Acheson e J. F. Chant. *op. cit.*, p. 641.

das em relação à estrutura institucional do sistema financeiro do país e levando em conta a disponibilidade estatística imediata da informação requerida. A especificação de metas quantitativas pode ser efetuada à semelhança dos Estados Unidos — em termos de uma faixa de variações percentuais — combinada com a adoção de taxas de crescimento médias, como é o caso do Bundesbank, que tendem a minimizar as flutuações. Dado o estado da teoria e política monetárias prevalentes no mundo, os erros seriam reduzidos e seria possível mostrar-se ao público as boas intenções do banco central. Os efeitos secundários de uma “abertura” dos dados estatísticos dos bancos centrais não seriam desprezíveis: a difusão de conhecimento seria acelerada, a preparação dos futuros economistas e banqueiros efetuada a custos sociais reduzidos, a confiança do público aumentada e a margem de erros dos próprios bancos centrais paulatinamente reduzida, na medida em que encontra interlocutor capaz de discutir com os mesmos dados que o banco central dispõe no momento. Não há nada tão desestimulante para uma discussão técnica que um dos lados — o do banco central — ter cifras mais recentes e em maior grau de abertura que o outro lado, os banqueiros, os economistas e o público em geral.

Neste sentido, parece que seria altamente conveniente que os relatórios anuais dos bancos centrais fossem mais especulativos e menos descritivos. O relatório do Bank for International Settlements parece um modelo excelente: especulações sobre o futuro, exames pessimistas de certas linhas de conduta, tornam o documento altamente interessante.

O simples exame da situação econômica para o próximo ano iria aguçar a inteligência dos economistas dos bancos centrais de forma considerável, criando dúvidas, fazendo aparecer indagações e, principalmente, fazendo-os repensar ao rerelem as estimativas efetuadas e compará-las com os resultados efetivamente obtidos.

