

Universidade Estadual de Campinas
Instituto de Economia

**POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL:
UMA INTERPRETAÇÃO PÓS-KEYNESIANA**

Maria Alejandra Caporale Madi

Orientador: Prof. Dr. Fernando Nogueira da Costa

Tese apresentada ao Instituto de
Economia da Universidade Estadual
de Campinas para obtenção do título
de doutor

Campinas, novembro de 1993

Para Helio, Carolina e Fernanda,
com carinho.

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS	7
APRESENTAÇÃO	8
 Parte I Fundamentos da visão pós-keynesiana sobre política monetária	 11
 CAPÍTULO 1 ENDOGENEIDADE DA MOEDA E POLÍTICA MONETÁRIA	 14
1.1 INTRODUÇÃO	14
1.2 EXOGENEIDADE VS. ENDOGENEIDADE: UMA NOTA METODOLÓGICA	15
1.3 FRIEDMAN: EXOGENEIDADE DA MOEDA COM REGRAS DE PROGRAMAÇÃO MONETÁRIA	18
1.4 O DEBATE PÓS-KEYNESIANO SOBRE A ENDOGENEIDADE DA MOEDA	24
1.4.1 A endogeneidade acomodatória: Kaldor e Moore	26
1.4.1.1 Kaldor e a economia creditícia	26
1.4.1.2 Moore e o "horizontalismo"	29
1.4.2 Davidson e a endogeneidade (ou exogeneidade) parcial	32
1.4.3 A endogeneidade estrutural: Minsky e Rousseas	35
1.4.3.1 Minsky: a relação entre a atividade bancária e a política monetária	36
1.4.3.2 Rousseas e a velocidade de circulação da moeda instável	40

1.5	FUNDAMENTOS DA TEORIA DA ENDOGENEIDADE DA MOEDA	43
1.5.1	A endogeneidade da base monetária	43
1.5.2	A precedência analítica do crédito e as estratégias bancárias	45
1.5.2.1	Empréstimos e depósitos	47
1.5.2.2	A dinâmica bancária: a evolução institucional	50
1.5.3	A política de juros e a administração das reservas bancárias	54
1.6	CONCLUSÃO: ELEMENTOS CENTRAIS DA TEORIA DA ENDOGENEIDADE DA MOEDA	58
CAPÍTULO 2 OS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA E A CAPACIDADE REGULATÓRIA DO ESTADO		61
2.1	INTRODUÇÃO	61
2.2	MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NA ABORDAGEM MONETARISTA	62
2.2.1	Política monetária e mecanismo dos saldos reais segundo Friedman	62
2.2.2	Financiamento, eficiência alocativa e política monetária na teoria da liberalização financeira	68
2.2.3	Financiamento, desequilíbrio externo e política monetária: o enfoque monetário do balanço de pagamentos	71
2.2.4	Política monetária monetarista: o caráter subordinado das políticas fiscal e cambial	76
2.3	MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA	78

2.3.1	Política monetária e preços: relações entre taxa de juros, mecanismo de formação de preços e liquidez	78
2.3.2	Política monetária e gasto: relações entre decisões de gasto, disponibilidade de financiamento (liquidez) e política de juros	82
2.3.2.1	Financiamento do investimento, endogeneidade da moeda e política monetária	83
2.3.2.2	Financiamento do investimento, não-neutralidade das estruturas financeiras e influência da política de juros	87
2.3.2.3	A fragilidade financeira e a política monetário-creditícia seletiva	94
2.3.3	Interdependência das políticas macroeconômicas na abordagem pós keynesiana	97
2.4	CONCLUSÃO: FUNDAMENTOS DE UMA VISÃO PÓS-KEYNESIANA SOBRE OS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA	102
Parte II	Brasil: política monetária e relações financeiras	105
CAPÍTULO 3	INOVAÇÕES FINANCEIRAS, CRÉDITO E INSTABILIDADE	107
3.1	INTRODUÇÃO	107
3.2	AS INOVAÇÕES FINANCEIRAS NO BRASIL (1988-92)	108
3.2.1	Arcabouço conceitual-analítico das inovações financeiras	108
3.2.2	A Crise de financiamento do Estado e as inovações financeiras públicas	110

3.2.3	As inovações financeiras privadas como estratégias de concorrência	116
3.2.3.1	Traços centrais das estratégias de concorrência: o papel ativo dos bancos múltiplos privados	116
3.2.3.2	A preferência pela liquidez e as quase-moedas	120
3.2.3.3	Instabilidade macroeconômica: securitização, instrumentos de proteção e transferência de riscos	123
3.2.4	Os impactos das inovações financeiras sobre a política monetária	125
3.3	POLÍTICA MONETÁRIA, CRÉDITO E INSTABILIDADE	127
3.3.1	Sumário das fontes e usos de fundos dos bancos múltiplos privados no período 1988-92	129
3.3.2	Condicionantes da demanda e oferta de crédito: expectativas e riscos	133
3.4	CONCLUSÃO: PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ, INOVAÇÕES FINANCEIRAS E POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL	138
	ANEXO	141
 CAPÍTULO 4 O DEBATE RECENTE SOBRE A GESTÃO MONETÁRIA NO BRASIL		154
4.1	INTRODUÇÃO	154
4.2	LIQUIDEZ, MOEDA INDEXADA E POLÍTICA MONETÁRIA: O DEBATE NO INÍCIO DA DÉCADA DE 90 E O PLANO COLLOR I	155
4.2.1	Beluzzo e a crise monetária	156
4.2.2	Pastore e a zeragem automática	157
4.2.3	Implicações do debate teórico sobre política monetária	160

4.3	ADMINISTRAÇÃO DA TAXA DE JUROS E ENDOGENEIDADE DOS AGREGADOS MONETÁRIOS	166
4.3.1	Tentativa de controle quantitativo dos agregados monetários e volatilidade da taxa de juros (maio a setembro de 1990)	166
4.3.2	Política de juros reais elevados e endogeneidade dos agregados monetários (novembro de 1991 a abril de 1992)	172
4.4	A INTERDEPENDÊNCIA DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS	175
4.5	CONCLUSÃO - MOEDA E CONFIANÇA: OS LIMITES DA "ÂNCORA MONETÁRIA"	184
	ANEXO	186
	CONCLUSÕES	200
	BIBLIOGRAFIA	207

AGRADECIMENTOS

Estas notas procuram expressar minha gratidão para com aqueles que contribuíram, de alguma forma, para a concretização deste trabalho.

Fernando Nogueira da Costa, orientador e amigo, foi muito importante para o cumprimento desta etapa da minha carreira acadêmica. Seu estímulo foi permanente, contornando as fases de "euforia e desencanto" inerentes à elaboração de uma tese.

O estímulo partiu de fontes variadas, em particular de Liana Aureliano e João Manuel Cardoso de Mello. O apoio dos meus pais, Oscar e Luz, também foi imprescindível.

Desejo agradecer a Maria da Conceição Tavares, Luiz Carlos Mendonça de Barros, Sérgio Silber Soares Reis, José Carlos Braga, Ricardo Carneiro e José Carlos Miranda. Cada qual, a seu modo, ofereceu oportunidades para um aprofundamento da reflexão.

Agradeço à Fundação Banco do Brasil e ao Instituto de Economia do Setor Público/FUNDAP pela oportunidade de realizar o relatório de pesquisa "Estratégia e padrão de rentabilidade dos bancos múltiplos privados (1988/92)", no âmbito do projeto **O novo formato institucional do Sistema Financeiro Brasileiro**. Esse trabalho foi importante para desenvolver algumas idéias do capítulo 3 desta tese.

A ajuda de Ademir Giacomo Pietrosanto, de Odete Moretti Dalben e de Maria Theodora Buoro Albertini (CEDOC) foi de extrema importância, permitindo completar e aprimorar as referências bibliográficas. Agradeço os cuidados de Creuza A. Dias na edição da versão final deste trabalho. A ajuda de Cláudia Di Donato Salvador foi também muito importante para a conclusão deste trabalho.

A tese é dedicada a Helio, Carolina e Fernanda, pelo amor, alegria e cumplicidade que nos une.

APRESENTAÇÃO

Esta tese insere-se na perspectiva de rever criticamente as visões convencionais de Teoria Econômica - com suas implicações políticas - e de refletir sobre o desempenho da economia brasileira a partir de tal análise crítica. Este esforço volta-se, também, para a compreensão do quadro institucional, acompanhando sua evolução histórica e procurando identificar as estratégias de comportamento dos agentes econômicos (empresários, banqueiros, Autoridades Monetárias) que determinam a dinâmica monetária.

Na escolha do tema da tese cabe destacar a influência do trabalho clássico de Tavares (1978), no qual desenvolve uma crítica à política monetária de "controle de agregados monetários" fundamentada na existência de dois dinheiros no sistema financeiro brasileiro. Nesse trabalho crítico sobre a evolução da política monetária no Brasil, ao longo dos anos setenta, a autora estabelece uma distinção teoricamente significativa entre a liquidez monetária e a liquidez financeira.

Defendo a tese que a visão de política monetária centrada no controle quantitativo dos agregados monetários é limitada. Busco retomar o debate sobre política monetária, ao aprofundar a análise ao nível teórico na linha pós-keynesiana, de maneira a compreender a dinâmica das relações entre o Banco Central, as instituições financeiras e os seus clientes. Ao incorporar a complexidade destas relações, o debate ganha novas dimensões, não se restringindo a uma discussão sobre os instrumentos de operação da política monetária. A crise atual da gestão monetária no Brasil impõe um aprofundamento desta reflexão a partir de uma abordagem alternativa.

A teoria pós-keynesiana dá ênfase ao quadro institucional, analisando como as forças financeiras interagem com as decisões de gasto para determinar os níveis de produção, emprego e preços. A evolução dos arranjos institucionais no sistema financeiro e a própria criação de moeda são endógenas no seu modelo de economia monetária.

A partir destas inquietações, desenvolvo, na primeira parte da tese, os fundamentos pós-keynesianos para a análise da política monetária. Destacam-se a endogeneidade da moeda e os limites à capacidade regulatória do Estado.

Procuro examinar os determinantes da dinâmica monetária, destacando o papel ativo das instituições financeiras enquanto expressão de suas estratégias de concorrência.

Esta questão relaciona-se, sobretudo, à necessidade de compreensão teórica da forma e dos limites de intervenção da Autoridade Monetária nessa dinâmica. Assim, ganham relevância o papel da taxa de juros como instrumento básico de política monetária e os mecanismos de transmissão decorrentes de sua manipulação, num quadro de interdependência das políticas macroeconômicas.

A hipótese básica é que a dinâmica monetária somente pode ser apreendida a partir das inter-relações sistêmicas entre o público, as instituições financeiras e o Banco Central. Esta hipótese implica rejeitar a relevância da quantidade de moeda como variável causal do comportamento da renda nominal ou como variável-meta de política econômica.

Ao colocar em evidência a dinâmica das estruturas financeiras e suas relações com o Banco Central numa perspectiva pós-keynesiana, emerge a importância de destacar-se o conflito, que se manifesta tanto no controle quanto na acomodação, na operação da política monetária. Assim, na teoria da endogeneidade da moeda, a incerteza nas decisões microeconômicas, as estratégias competitivas das instituições financeiras e a influência reguladora exercida pelo Banco Central são elementos determinantes. Nesse contexto, devem ser pensadas as relações entre o crescimento econômico e as condições de financiamento, de forma a ressaltar, também, a dimensão creditícia da política monetária. A definição do perfil do Banco Central é uma questão correlata.

Na segunda parte da tese, procuro aplicar tal marco analítico na interpretação da política monetária brasileira recente. O estudo teórico é complementado com a busca de evidências empíricas, a partir da análise das relações entre o Banco Central do Brasil, as instituições financeiras privadas e o público não-financeiro, no período 1988/92. Desenvolvo a relação entre inovações financeiras e política monetária e analiso criticamente os pressupostos do debate atual sobre a crise da gestão monetária.

Tento demonstrar, enfim, que, no Brasil, tanto as inovações financeiras quanto a interdependência das políticas macroeconômicas (câmbial, monetária e fiscal) impedem o controle programado da quantidade de moeda. Vigora, portanto, uma política de juros de natureza discricionária.

"The most serious challenge that the existence of money poses to the theorists is this: the best developed model of the economy cannot find room for it." (Hahn, Money and Inflation, 1981).

"La teoría monetaria es menos abstracta que la mayor parte del resto de la economía; no puede evitar una determinada relación con la realidad, una relación que en otras partes de la economía no está presente. La teoría monetaria pertenece a la historia monetaria en una forma que no suele ser la que, a veces, hace de la economía parte de la historia económica." (Hicks, La Teoría Monetaria y La Historia: Intento de Perspectiva, 1975).

"... a política monetária é uma ação sobre as estruturas e uma gestão por limites...o poder decisivo é uma ilusão." (Aglietta e Orléans, A Violência da Moeda, 1990).

"Central banking is a learning game in which the Central Bank is always trying to affect the performance of a changing system.... Central banking have to steer the evolution of the financial structure." (Minsky, Stabilizing an Unstable Economy, 1986).

Parte I Fundamentos da visão pós-keynesiana sobre
política monetária

O objetivo desta primeira parte é a formulação de um quadro analítico e conceitual dos fundamentos da visão pós-keynesiana sobre política monetária, entendida como a forma e os limites de intervenção do Estado na dinâmica monetária.

Segundo Keynes, é possível afirmar que tal dinâmica se fundamenta num conjunto de articulações financeiras, internas e externas, baseadas no crédito e na confiança. No entanto, Keynes e, sobretudo, Hicks apontam para a importância da institucionalidade no estudo da moeda. Além desses fundamentos, a importância dos contratos financeiros e do desenvolvimento das relações de crédito, salientada por Minsky, constitui o quadro de referência para a nossa investigação.

O objetivo do primeiro capítulo é apresentar, numa visão pós-keynesiana, os elementos centrais para a apreensão da dinâmica monetária nas economias capitalistas. Os pilares são o estado de confiança e o desenvolvimento das relações de crédito, num contexto de incerteza. Tal dinâmica é o resultado das relações entre as instituições financeiras e os seus clientes, num quadro no qual a liquidez sistêmica é garantida, em última instância, pelo Banco Central. O ponto de partida é a concepção de um modelo de economia monetária no qual a moeda é endógena, isto é, criada pelas **forças de mercado**. Não cabe, portanto, a referência teórica monetarista das **trocas monetizadas** e da oferta de moeda exógena. A capacidade de intervenção do Estado nessa dinâmica dá-se, fundamentalmente, através da taxa de juros, procurando afetar as decisões dos agentes financeiros e não-financeiros, num dado contexto institucional. Nesse sentido, as mudanças institucionais ao nível do sistema financeiro devem ser incorporadas à teoria monetária sob pena de perda de poder analítico.

No segundo capítulo, procuro desenvolver os limites à intervenção do Estado na dinâmica monetária, desdobrando a análise em dois níveis. Examino, em primeiro lugar, a influência da política de juros sobre as variáveis "reais" e "nominais". A explicação dos impactos das estruturas financeiras sobre o crescimento e a instabilidade, ao nível do debate acadêmico, de organismos internacionais e de formuladores de política econômica, expressa diferentes visões a respeito do papel da moeda sobre as variáveis reais, da influência da política monetária sobre o crescimento e, no limite, do papel do Estado na economia.

Na ótica pós-keynesiana, os limites da influência da política de juros sobre as decisões de gasto e a fragilidade das estruturas financeiras podem ser contornados, em

parte, através de uma política fiscal ativa. Complementarmente, torna-se necessário desenvolver a dimensão creditícia da política monetária. Esta tese opõe-se claramente à hipótese da liberalização financeira. Contraponho, portanto, a essa visão, os fundamentos da defesa de uma participação mais ativa do Banco Central no direcionamento dos fluxos de crédito.

Em segundo lugar, procedo ao exame da interdependência da política monetária com as outras políticas macroeconômicas (cambial e fiscal). Por um lado, a abertura internacional da economia limita o espaço de manobra autônoma da política monetária nacional; por outro, a forma que assume a relação Tesouro/Banco Central também condiciona a gestão monetária.

CAPÍTULO 1 A ENDOGENEIDADE DA MOEDA E A POLÍTICA POLÍTICA MONETÁRIA

1.1 INTRODUÇÃO

O ponto de partida da abordagem pós-keynesiana é a concepção da economia capitalista enquanto uma economia monetária, na qual a moeda é não-neutra e com oferta endógena. Há, no meu entender, necessidade de explorar os fundamentos de uma crítica à tese da exogeneidade da moeda, segundo a qual o circuito inflacionário poderia ser rompido, desde que o Banco Central se recusasse a monetizar o déficit público e a dívida pública de curto prazo, isto é, desde que existisse um arranjo institucional propício ao controle nominal e quantitativo dos agregados monetários, dotando o Banco Central de mecanismos operacionais adequados.¹ A exogeneidade da oferta de moeda, portanto, diz respeito à capacidade de o Banco Central ter controle direto e quantitativo sobre o seu processo de expansão; apóia-se nas evidências empíricas sobre a determinação da base monetária pela ação do Banco Central e a estabilidade do multiplicador dos meios de pagamento, numa relação estável entre a base monetária e o total da oferta monetária.

A questão subjacente é que a escolha dos instrumentos de política monetária expressa divergências quanto à teoria monetária; tem implicações significativas, particularmente para o tratamento concedido à análise das relações entre o Banco Central e o sistema bancário, refletindo diferentes abordagens quanto à estrutura financeira.

O desenvolvimento deste capítulo privilegia, em primeiro lugar, a identificação dos paradigmas teóricos subjacentes ao debate entre monetaristas e pós-keynesianos sobre a exogeneidade/endogeneidade da moeda, isto é, respectivamente, o modelo de equilíbrio geral e o modelo histórico-institucional. Em segundo lugar, será apresentada a visão de Friedman sobre a exogeneidade da moeda, centrada na estabilidade da demanda de moeda e no papel passivo das estruturas financeiras. A seguir, desenvolve-se o debate pós-keynesiano a respeito da moeda endógena, privilegiando as posições de Kaldor, Moore, Davidson, Minsky e Rousseas. Finalizo o capítulo apresentando os fundamentos de uma teoria da moeda endógena e de suas implicações ao nível da política monetária

¹ Ao longo do capítulo, os termos oferta exógena e oferta endógena referem-se aos valores nominais. Esta qualificação é relevante, desde que adeptos da Teoria Quantitativa da Moeda assumem que a oferta real de moeda pode ser considerada uma variável determinada pelas decisões do público quanto à demanda de moeda e à evolução dos preços. Para maiores referências, consultar HUMPHREY, T. H. (1974). *The quantity theory of money: its historical evolution and the role in policy debates*. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, p. 2-19, mai./jun., reeditado in: CHRYSTAL, K. ALEC (ed.) (1990). *Monetarism*. Aldershot, Edward Elgar, v. 1.

enquanto política de juros. Esta síntese por blocos temáticos, após a tentativa de resumir fielmente as idéias desses autores, retoma os principais aspectos do debate, procurando consolidar os avanços.

1.2 EXOGENEIDADE VS. ENDOGENEIDADE: UMA NOTA METODOLÓGICA

Em primeiro lugar, cabe sublinhar que o debate sobre a endogeneidade/exogeneidade da moeda remete a dois paradigmas teóricos.

No pensamento econômico do século XX, o tratamento da moeda no modelo de equilíbrio geral dá suporte à tese da exogeneidade.² Nesse paradigma teórico privilegia-se, na análise da moeda, a esfera das trocas, destacando-se, somente, a função de meio de troca (ou unidade de conta) em que a moeda atua como mero numerário. A teoria monetária concentra-se no estudo da relação entre o estoque de moeda e o gasto, analisando os impactos das variações no estoque de oferta de moeda sobre os *portfolio* dos agentes e seus efeitos sobre os preços nominais, pressupondo a estabilidade da demanda de moeda e a independência da oferta de moeda em relação às condições de demanda de moeda.

A exogeneidade pode ser concebida, por um lado, a partir das relações de causalidade entre as variáveis. Num modelo explicativo teórico, uma variável é exógena se nenhum dos seus determinantes corresponde aos valores correntes das variáveis endógenas determinadas pelo modelo. No monetarismo, as evidências empíricas jogam papel decisivo na explicação da causalidade entre as variáveis.

Por outro lado, a exogeneidade remete ao controle exercido pelo Banco Central sobre os agregados monetários. Nos modelos de equilíbrio geral, as variáveis exógenas são, em geral, fatores de desequilíbrio. No modelo monetarista, as variações da oferta monetária, determinadas pela política monetária, têm efeitos desequilibradores, podendo, no curto prazo, ter impactos reais.

As expectativas racionais correspondem à visão mais recente da exogeneidade, dado que se os agentes são racionais a moeda não tem efeitos reais nem no curto nem no longo prazo. Supõe-se que se os agentes econômicos conhecem o sistema no qual atuam, antecipam perfeitamente todas as relações que têm caráter sistemático. Toda variação

² Ver a esse respeito WRAY, L. R. (1990). Money and credit in capitalist economies - the endogenous money approach. England, Edward Elgar, p. 75. Sobre a abordagem da moeda nos modelos de equilíbrio geral, consultar LIMA, Luiz A. de Oliveira (1986). Teoria de uma economia monetária: a análise de Keynes. Campinas, UNICAMP/IE, tese de doutoramento.

esperada no estoque da oferta de moeda afeta somente os preços nominais, de maneira a adequar o novo estoque às condições da demanda de moeda. A influência da moeda no produto e no emprego, em termos reais, se reduz à situação de choques aleatórios.

Há que destacar que a teoria da moeda exógena reduz a teoria monetária a uma teoria da quantidade de moeda, na qual existe um nível de equilíbrio para o estoque de oferta monetária compatível com a estabilidade dos preços.

Em contraposição, a endogeneidade da moeda somente pode ser apreendida num modelo de caráter histórico - institucional, no qual o conceito de economia monetária formulado por Keynes fundamenta a análise da instabilidade das economias capitalistas. Este paradigma teórico contrapõe-se ao paradigma de equilíbrio geral neoclássico, caracterizado por Minsky como representativo de uma *feira de aldeia*, dado que as relações de trocas indiretas visam o consumo e a satisfação de necessidades. Nessa economia, a moeda simplesmente facilita as transações, permitindo estabelecer os preços monetários (nível geral de preços) após a determinação dos preços relativos num sistema walrasiano de equilíbrio geral. É, portanto, neutra quanto à alocação de recursos e fatores.

Os elementos do paradigma pós-keynesiano são: 1. a firma é o *locus* de acumulação de capital, dado que a sua produção destina-se ao mercado com o objetivo de auferir lucros; 2. existe uma hierarquia de gastos, sendo que o investimento é o centro da dinâmica do sistema; 3. a moeda é não-neutra, ou seja, afeta decisões de gasto; 4. a escolha de estratégias de valorização dá-se em condições de incerteza; 5. todo agente econômico é considerado "especulador quanto ao futuro", estando sujeito a frustrações, porque o comportamento futuro dos mercados é incerto; e, 6. as relações financeiras (relações de débito e crédito) são forças instabilizadoras.³

Em condições de incerteza, a moeda, enquanto ativo institucionalmente determinado, corresponde ao elo entre o presente e o futuro. Assim, a moeda integra-se ao processo produtivo, que se desenvolve no tempo e envolve contratos, dentre os quais destacam-se os contratos de financiamento. Ressalta-se, desta forma, o papel do crédito no processo de expansão capitalista.

³ A esse respeito consultar, CARVALHO, F.C. (1991), A não-neutralidade da moeda em economias monetárias de produção: a moeda nos modelos pós-keynesianos, São Paulo, *Estudos Econômicos*, v. 21, n. 1, p. 11-40, jan./abr.

Nesse contexto teórico, é impossível conceber um excesso de moeda em função da interdependência da oferta de moeda às decisões quanto à sua demanda. A endogeneidade remete ao estudo dos determinantes da criação monetária e da variação da liquidez do sistema.⁴

O quadro teórico do método histórico-institucional é aquele no qual as decisões dos agentes interagem no tempo: da interação das decisões de natureza microeconômica resulta o comportamento macroeconômico da economia.⁵ A macroeconomia não é uma agregação de comportamentos individuais, mas sim um resultado da interação dos agentes e das instituições. A oferta monetária, enquanto resultado de decisões, é endogenamente determinada.⁶ Em outras palavras, a oferta monetária endógena é resultado das forças de mercado.

O modelo histórico-institucional, quando aplicado à realidade das economias monetárias, exige uma reflexão crítica sobre a relação dos Bancos Centrais com as estruturas financeiras. Os parâmetros de política econômica são considerados exógenos: o Governo é visto como agente externo (intervencionista) ao mercado. Quanto à política monetária, a taxa de juros aparece como uma variável de política de caráter exógeno. Neste ponto, aparece com plenitude uma dificuldade metodológica: como incorporar o Estado na análise econômica? Em outras palavras, este ponto remete à necessidade de rever os limites da análise da relação do Estado/Mercado na Teoria Econômica Pós-keynesiana.⁷

Esta dificuldade leva, no meu entender, à identificação de graus de exogeneidade ou de endogeneidade da oferta monetária no debate pós-keynesiano. Compromete-se, desta forma, a elaboração teórica dos fundamentos da teoria da endogeneidade; entre eles, a importância das decisões microeconômicas, da ação das instituições financeiras, na dimensão concorrencial e em relação ao público não-financeiro, e dos conflitos da gestão do Banco Central.⁸

⁴ O conceito de liquidez adotado refere-se à moeda com poder liberatório e ao conjunto de ativos substitutos da moeda.

⁵ DOW, Sheila (1988), em seu artigo Money supply endogeneity. *Économie Appliquée*, Geneve, v. 41, n. 1, p. 19-39, contrapõe as conexões dos diferentes quadros teóricos com a realidade, analisando as implicações em termos de regras de política econômica, particularmente da política monetária. Ver, também, DOW, Sheila e EARL, Peter (1984). Methodology and orthodox monetary policy. *Économie Appliquée*, Geneve, v. 37, n. 1, p. 143-163.

⁶ Para uma recuperação do caráter endógeno da moeda ao longo do ciclo, na interpretação de Sheila DOW, ver COSTA, F. (1993b). *Inovações financeiras e política monetária*. Texto para Discussão n. 19, IE/UNICAMP.

⁷ O insight a respeito dessa questão metodológica está presente em CHICK, Victoria (1979). *The theory of monetary policy*. (revised edition), Oxford: Basil Blackwell.

⁸ Para uma recuperação da abordagem institucionalista ver COSTA (1993b), op. cit.

O debate sobre a endogeneidade da moeda remete, também, ao grau de influência da política monetária. Neste sentido, Chick afirma:

"O controle absoluto de M é impossível, embora as autoridades possam exercer uma considerável, até mesmo dominante influência."⁹

Não há incompatibilidade entre a teoria da endogeneidade da moeda e a iniciativa e a influência do Banco Central através da política de taxa de juros, isto é, a Autoridade Monetária pode estimular decisões ou ainda forçar, através da política de juros, ajustamentos e mudanças na composição dos *portfolio* privados.¹⁰

1.3 FRIEDMAN: EXOGENEIDADE DA MOEDA COM REGRAS DE PROGRAMAÇÃO MONETÁRIA

Os pilares da exogeneidade remetem às causas da variação da quantidade de moeda ofertada - consideradas independentes dos determinantes da quantidade de moeda demandada. Destacam-se, fundamentalmente:

1. a determinação da base monetária pelo Banco Central;
2. a relação bancos/Banco Central em que este, fixando o nível de reservas compulsórias, exerce o poder de controle sobre o processo de expansão do crédito, no qual as preferências do público e as estratégias bancárias são consideradas estáveis. Dessa forma, reforça-se o automatismo do modelo do multiplicador monetário.

A exogeneidade da oferta monetária fundamenta-se, portanto, na independência da oferta monetária em relação à demanda e no controle direto e quantitativo do Banco Central sobre os agregados monetários. Friedman atribui papel decisivo à Autoridade Monetária na explicação das flutuações cíclicas da economia, dado que estas são determinadas, em última instância, pelas variações no estoque de moeda.¹¹ Para justificar tal posição, retoma as hipóteses básicas da Teoria Quantitativa da Moeda.¹² A estabilidade da função demanda de moeda cumpre um papel central na análise da

⁹ CHICK (1979), op. cit., p. 89.

¹⁰ Este tema será o objeto do capítulo 2.

¹¹ FRIEDMAN, M.; SCHWARTZ, A. (1963). Money and business cycles. The Review of Economics and Statistics, v. 45, n. 1, supplement, p. 32-64. Para Friedman e Schwartz, esta é a causa fundamental das *major fluctuations*, que correspondem às depressões mais severas. Neste caso, é indiscutível a causa monetária do ciclo econômico. Quanto às depressões mais suaves (*minor fluctuations*), os autores consideravam necessário aprofundar o estudo de seus determinantes, de maneira a justificar as diferenças quanto à amplitude.

¹² FRIEDMAN, M. (1956). The quantity theory of money - a restatement. In: FRIEDMAN, M. (ed.). Studies in the quantity theory. Chicago: Chicago University Press, p. 3-21.

determinação da renda nominal e dos preços pela quantidade de moeda ofertada, considerando que a oferta de moeda é fixada de maneira independente à demanda. Friedman defende a concepção quantitativista segundo a qual as decisões dos agentes quanto à demanda de moeda fundamentam-se na quantidade real de moeda, que depende do seu poder de compra. Assim, diante de um aumento exógeno do estoque de moeda ofertado, haverá um processo de ajustamento, via gasto do excesso de moeda e elevação do nível geral de preços, de maneira a ajustá-lo aos níveis dos saldos reais desejados.¹³ Em equilíbrio, o estoque de moeda demandado, determinado pelos saldos reais desejados, iguala-se ao estoque de moeda ofertado, fixado de maneira exógena pela Autoridade Monetária.

O ponto de partida para a análise friedmaniana da política monetária é o reconhecimento de que a Autoridade Monetária, ao controlar diretamente seu próprio passivo e o estoque de moeda, pode controlar o nível de preços, dada a relação de causalidade entre moeda e preços. O autor justifica seus pressupostos teóricos em função das evidências empíricas, nas quais encontra uma estreita correlação entre a variabilidade do estoque de moeda e a variabilidade da renda.¹⁴

Para Friedman, o total da base monetária depende dos movimentos das reservas internacionais e das variações nos resultados da execução do Tesouro, sendo o estoque total de moeda determinado pela base monetária e pelo multiplicador dos meios de pagamento.¹⁵ O valor do multiplicador depende da participação dos depósitos no total dos meios de pagamento (determinada pelo comportamento do público) e da participação das reservas dos bancos (compulsórias e voluntárias) no total dos depósitos. Esta última é determinada, principalmente, pelas exigências legais e pela remuneração às alternativas de aplicação das reservas. Dados os valores da participação relativa dos depósitos no total dos meios de pagamento e das reservas no total dos depósitos, o estoque de moeda é diretamente proporcional ao montante da base monetária, de acordo com o modelo do multiplicador dos meios de pagamento.

¹³ Segundo Friedman (1956, op. cit., p. 16): "*Por estabilidade espera-se uma relação funcional entre a quantidade de moeda demandada e as variáveis que a determinam.*" O autor compatibiliza a estabilidade da função demanda de moeda com o comportamento de sua velocidade. Associa o comportamento secular da velocidade à renda permanente, destacando que as variações da velocidade decorrem de diferenças entre a renda efetiva e a permanente ao longo das flutuações cíclicas. Descarta, assim, o papel da taxa de juros como fator explicativo das variações na velocidade da moeda. Ver a esse respeito FRIEDMAN, M. (1959). The demand for money: some theoretical and empirical results. *Journal of Political Economy*, 69, p. 327-357, aug.

¹⁴ Ver a esse respeito FRIEDMAN, M. ; SCHWARTZ, A. (1963), op. cit.

¹⁵ FRIEDMAN, M. (1960). The goals and criteria of monetary policy. In: FRIEDMAN, M. *A program for monetary stability*. Fordham University Press, cap. 4, p. 77-110.

Friedman defende a eficácia das operações de mercado aberto para o efetivo controle do Banco Central sobre a base monetária.¹⁶ Considerando que a relação da base monetária com a oferta monetária é direta, as decisões do Banco Central têm efeitos rápidos sobre o estoque de moeda.¹⁷ Neste processo, a taxa de juros é mero resultado da decisão sobre as metas quanto aos agregados monetários.

Friedman propõe a adoção de uma regra monetária:

"A regra mais simples é que o estoque de moeda deva crescer a uma taxa fixa *year-in year-out* sem qualquer variação na taxa para contrapor-se às necessidades cíclicas."¹⁸

A condução da política monetária através de regras quantitativas permitiria, segundo o autor, eliminar as margens de erro na condução da política, associadas, em geral, às ações de natureza discricionária orientadas por variáveis defasadas. Em trabalho recente, o autor afirma:

"... devemos encontrar uma âncora nominal para o nível de preços que substitua o limite físico da moeda mercadoria." (grifo meu).¹⁹

Entretanto, a especificação da regra monetária exige a definição da linha divisória entre moeda e quase-moedas, de forma a fixar uma taxa adequada aos objetivos da estabilidade de preços. Assim, Friedman abre espaço para a incorporação das inovações financeiras na análise monetária através da redefinição dos agregados monetários, mas

¹⁶ Friedman admite que a base monetária pode ser afetada por fatores alheios ao controle do Banco Central, entre eles, as variações dos fluxos de reservas internacionais, o aumento de reservas bancárias junto ao Banco Central - em função de mudanças nas preferências do público -, as operações de redesconto não induzidas pela taxa de desconto e os fluxos de recursos entre Banco Central e Tesouro. Defende a eficácia das operações de mercado aberto para atingir as metas quantitativas. Para uma recuperação do conjunto das proposições de política monetária, ver FRIEDMAN (1960), op. cit., p. 100-101 e FRIEDMAN, M. (1970). *The present state of monetary theory*. In: MITTRA, S. (ed.). *Money and banking, theory, analysis and policy*. New York: Random House.

¹⁷ A esse respeito ver, também, MELTZER, Allan (1990), *Controlling money*, In: CHRYSTAL, K. ALEC (org.). *Monetarism*. Aldershot, Edward Elgar, v. 2, p. 379-387, (originais de 1969). Para Meltzer, a evidência empírica sugere que a base monetária é o mais importante determinante da oferta monetária e que o alto grau de associação entre a base monetária e o estoque de moeda, embora variável conforme a duração do período de análise, indica a extensão em que o estoque de moeda pode ser controlado através do controle da base monetária. Ao defender que a Autoridade Monetária controla a maior parte dos movimentos da base monetária, conclui que a política monetária baseada em metas quantitativas pode garantir a estabilidade dos preços.

¹⁸ FRIEDMAN (1960), op. cit., p. 89.

¹⁹ FRIEDMAN, M. (1992). *Money mischief: episodes in monetary history*. New York: Harcourt Publishers, p. 254.

não para as conclusões teóricas, visto que para cada agregado monetário existe uma taxa de expansão compatível com a estabilidade de preços.

A taxa de expansão monetária deve levar em conta o crescimento do produto real e a queda secular da velocidade de circulação da moeda, evitando as oscilações cíclicas.²⁰ Neste sentido, quanto mais restrito for o conceito de moeda tomado como referência, menor deverá ser o valor da taxa de crescimento a ser fixada. Para a obtenção das metas quantitativas, a Autoridade Monetária pode utilizar as operações de mercado aberto e aumentar a taxa de reservas compulsórias do sistema bancário.²¹ Rejeita tanto controles sobre a taxa de juros quanto empréstimos diretos da Autoridade Monetária ao sistema financeiro.

O debate sobre a determinação das regras fixas na condução da política monetária pelo Banco Central, ou a adoção de medidas discricionárias de forma a adaptar a sua ação à conjuntura econômica, remete a uma discussão ampla sobre o poder de previsão e controle da Autoridade Monetária a respeito do comportamento futuro das variáveis macroeconômicas.²² Friedman alerta para o poder instabilizador da *sintonia-fina*, que se reflete nos desvios da evolução do nível de preços e do nível de produto em relação ao caminho de equilíbrio, e nega qualquer possibilidade de o Banco Central poder administrar a taxa de juros ou o nível de emprego por períodos longos.²³

Critica, portanto, a taxa de juros como instrumento de política monetária. No seu entender, as tentativas de fazer política monetária através da administração da taxa monetária de juros incidem no erro de pensar que o Banco Central pode controlar as taxas de juros de mercado por longos períodos. O Banco Central, na sua visão, pode alterar a taxa de juros de curto prazo temporariamente, mas as diferenças entre estas taxas de juros e seu nível de equilíbrio produzem instabilidade de preços.

20 Para Friedman, o conceito de agregados monetários mais útil deveria incluir a moeda manual existente fora dos bancos comerciais e os depósitos nos bancos comerciais (*time deposits*). Contudo, afirma: "A definição precisa de moeda adotada, ou a taxa precisa de aumento escolhida, é menos importante do que a escolha de uma determinada definição e de uma determinada taxa de aumento." (FRIEDMAN, 1960, op. cit., p. 91).

21 FRIEDMAN (1963, op. cit., p. 56-57) alerta que, apesar de a norma diminuir o poder discricionário da Autoridade Monetária, ainda haveria um grau amplo de liberdade na ação do Banco Central; primeiro, na determinação das formas a serem utilizadas para atingir as metas fixadas de crescimento do estoque de moeda e, segundo, na resolução de questões relativas à administração da dívida pública e à supervisão bancária.

22 GOODHART, C. (1989). *Money, information and uncertainty*. 2. ed. Cambridge, Mass, MIT Press, p. 383

23 FRIEDMAN, M. (1968). The role of monetary policy. *American Economic Review*. v. 58, n. 1, p. 1-17, mar., in: *Monetarism*, v. 2, op. cit. A esse respeito consultar, também, MELTZER (1990), op. cit.

O argumento de Friedman revela a síntese feita pelo autor a partir da leitura de Wicksell e Fisher.²⁴ Seguindo Wicksell, supõe a existência de uma taxa natural de juros de longo prazo, compatível com a escassez relativa do ativo capital e sua produtividade, ou ainda, com a taxa natural de desemprego e a estabilidade dos preços. Por outro lado, segue Fisher ao afirmar que as decisões dos agentes são tomadas em função da taxa real de juros *ex ante*. As expectativas dos agentes quanto à evolução dos preços são incorporadas à determinação das taxas de juros, diferenciando as taxas de juros nominais e reais (*ex ante*). Friedman resgata nesses autores elementos para a sua argumentação, apesar das diferenças existentes entre eles no tratamento da taxa de juros real. Para Wicksell, o juro real corresponde ao juro natural; no entanto, para Fisher, é o resultado do comportamento dos preços.

Para Friedman, as previsões quanto ao comportamento futuro dos preços impactam a taxa monetária de juros de forma a atingir a taxa real esperada *ex ante*. Nesse processo, a taxa real *ex ante* pode divergir da taxa natural, acentuando os desequilíbrios da renda e dos preços. Na verdade, se a taxa real *ex ante* for percebida como mais baixa que a taxa natural, haverá uma tendência à elevação do nível de renda e do nível de preços no curto prazo. Se a taxa real de juros *ex ante* for considerada mais alta que a natural, haverá redução do nível de renda e deflação de preços no curto prazo. Segundo Friedman, há somente uma taxa real de juros *ex ante* compatível com a taxa natural de longo prazo.

Após um aumento do estoque de moeda, observa-se uma queda da taxa de juros nominal. A economia reage à queda dos juros aumentando o nível de gastos - inclusive do investimento - e à demanda por empréstimos, com pressões sobre o nível de preços. Este impacto inicial sobre os preços prolonga-se no tempo pela influência das expectativas inflacionárias sobre a evolução dos preços futuros, agravando a instabilidade. Os impactos reais somente poderiam ser permanentes através da manutenção de uma política monetária expansiva, no seu entender desestabilizadora.²⁵

24 WICKSELL, K. (1990). The influence of the rate of interest on prices. In: *Monetarism*, v. 1, op. cit. p. 35-42, (originais de 1907). Segundo Wicksell, a diferença entre a taxa de juros determinada pelo conjunto do sistema bancário e a taxa de juros de longo prazo (taxa natural) induz a oscilações do nível de preços. FISHER, Irving (1984). *A teoria do juro*. Abril Cultural, São Paulo, Coleção Os Economistas, especialmente o cap.2 (originais de 1930). Segundo Fisher, a taxa de juros expressa um preço na troca entre bens presentes e bens futuros.

25 A relação entre as tentativas de controlar a taxa real de juros e a taxa de desemprego será analisada no capítulo 2, na recuperação da crítica de Friedman à política monetária anticíclica.

Em suma, qualquer tentativa de diminuir a taxa nominal de juros abaixo do seu nível natural, através da política monetária expansiva, acaba por aumentar, a longo prazo, a taxa nominal, já que provoca inflação. A taxa real de juros, que corresponde às condições de retorno do investimento e da poupança, volta a seu nível natural na forma de uma taxa nominal de juros mais alta, que reflete as expectativas de redução do valor da moeda por causa da inflação induzida. Portanto, se a Autoridade Monetária decidir diminuir a taxa nominal de juros abaixo do seu nível natural, o resultado será a elevação dos preços e a contração real da oferta monetária, com o que a taxa nominal de juros se eleva mais adiante.

A elevação na taxa nominal de juros, ao contrário do que se supõe, é sinal de que a política monetária foi expansiva no passado. Os impactos retardados de uma determinada política de juros explicam porque as taxas nominais de juros observadas são consideradas um mal sinalizador sobre se a política monetária é, no presente, contracionista ou expansionista.

A crítica às medidas discricionárias, na abordagem de Friedman, fundamenta-se no impacto desestabilizante das defasagens temporais existentes entre as variações na quantidade de moeda e nos preços e a variação da taxa de juros. Guiado pela taxa de juros, o Banco Central não ficaria isento da ilusão monetária, tornando-se lenta a sua reação à expansão da quantidade de moeda e à sinalização da necessidade de uma correção na rota da política monetária.

Friedman conclui que, para assegurar a estabilidade, as Autoridades Monetárias podem exercer o controle apenas sobre as variáveis nominais (base monetária e estoque total de moeda). Qualquer tentativa de controlar a taxa real de juros tem impactos temporários sobre a renda real e impactos mais duradouros sobre as expectativas inflacionárias.²⁶

Friedman condena também as propostas de um Banco Central independente, na medida em que o poder discricionário não é superado. Em primeiro lugar, afirma que o Banco Central independente concentra poder em um pequeno grupo, sem que haja controle efetivo pelo **corpo político**. Em segundo lugar, decisões importantes ficam subordinadas a **acidentes de personalidade** dos dirigentes do Banco Central.²⁷ A partir destes argumentos, propõe:

²⁶ FRIEDMAN (1968), op. cit., p. 11.

²⁷ FRIEDMAN, M. (1962). Capitalismo e liberdade. ed. de 1984, Abril Cultural, São Paulo, Coleção Os Economistas, especialmente o capítulo 3. Quanto ao padrão ouro automático, Friedman aponta que não é uma solução possível nem desejável, em função do seu custo e das

"O único meio já sugerido e que parece promissor é tentar estabelecer um governo de lei, em vez de um governo de homens, por meio da legislação de normas para a direção da política monetária, a qual teria o efeito de permitir ao público exercer o controle da política monetária por meio das autoridades políticas e, ao mesmo tempo, evitaria que a política monetária fosse vítima dos caprichos das autoridades monetárias."²⁸

A crítica de Friedman às medidas discricionárias estende-se à taxa de câmbio. A regra cambial consistente com a norma monetária corresponde ao sistema de taxas de câmbio flutuantes. Este não se confunde com um sistema de taxas de câmbio instáveis, em função das ações discricionárias da Autoridade Monetária ao adotar como indicador de política a taxa de câmbio. Quanto à política fiscal, propõe a estabilidade do padrão de despesas e de taxas governamentais, de forma a evitar oscilações no nível de gasto privado.²⁹

A crítica pós-keynesiana às hipóteses monetaristas da exogeneidade da base monetária, da estabilidade do multiplicador dos meios de pagamento e da exogeneidade da oferta de moeda é o ponto de partida para o desenvolvimento de uma teoria monetária alternativa. O núcleo da crítica pós-keynesiana à exogeneidade da moeda reside na análise do comportamento da demanda de moeda e das estratégias das instituições financeiras, traçando os limites da gestão monetária centrada no controle quantitativo dos agregados monetários.

1.4 O DEBATE PÓS-KEYNESIANO SOBRE A ENDOGENEIDADE DA MOEDA

O ponto de partida para o debate interno ao pós-keynesianismo sobre a endogeneidade da moeda é a crítica à abordagem monetarista de política monetária. Meu objetivo é recuperar as vertentes do debate, identificando, a seguir, os fundamentos de uma concepção alternativa quanto à política monetária, baseada na moeda endógena e centrada na taxa de juros.³⁰

ações discricionárias da Autoridade Monetária. Assim, na prática, o padrão automático de moeda-mercadoria tende a se transformar num sistema misto, envolvendo grande intervenção por parte do Estado, eliminando-se a estabilidade pretendida para a evolução da estrutura monetária.

²⁸ FRIEDMAN (1962), op. cit., p. 54.

²⁹ Friedman (1962, op. cit., p. 80-82) rejeita a análise keynesiana do multiplicador aplicada a uma variação das despesas governamentais, pois assume a hipótese de pleno emprego. Nessas condições de renda dada, há queda dos gastos públicos e diminuição do gasto privado.

³⁰ Ver, também, a esse respeito CHICK (1979), op. cit. e POLLIN, Robert (1991). Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence. *Journal of Post-Keynesian Economics*, Armonk, v. 13, n. 3, p. 366-396.

A polarização do debate pós-keynesiano dá-se entre as vertentes acomodatória e estruturalista. Quanto à primeira, destacam-se Kaldor e Moore, ao argumentarem que a oferta monetária, no sentido restrito de M1, acomoda plenamente a demanda de moeda, numa economia creditícia, em função do risco de "liquidez" do sistema financeiro. Estes autores consideram que, no processo de expansão do crédito, caso as reservas das instituições financeiras sejam insuficientes, o Banco Central atende (acomoda) essa demanda por reservas via redesconto, evitando impor restrições quantitativas às reservas bancárias. O nível de crédito é determinado pelas condições de demanda e o Banco Central assegura as reservas necessárias para evitar as crises financeiras.

A perspectiva estruturalista, desenvolvida por Minsky e Rousseas, entende que, no curto prazo, o Banco Central não só pode impor controles quantitativos à expansão do crédito bancário, como, também, não acomodar plenamente a oferta monetária no sentido restrito. Tais autores consideram que a oferta de moeda é endógena, pois as variações de demanda de moeda apresentam como contrapartida uma variação no estado geral de liquidez da economia. Enfatizam as variações na velocidade de circulação da moeda e a introdução de inovações por parte das instituições financeiras, como a forma pela qual a economia expande a liquidez de acordo com suas necessidades, apesar das restrições do Banco Central.

Adicionalmente, cabe destacar a crítica de Davidson à abordagem acomodatória, assumindo que a oferta de moeda é, simultaneamente, endógena e exógena, ou ainda, que a oferta de moeda apresenta uma endogeneidade (ou exogeneidade) parcial.

Desenvolvo, a seguir, os principais argumentos das abordagens acomodatória, da endogeneidade (ou exogeneidade) parcial e da estruturalista.

1.4.1 A endogeneidade acomodatória: Kaldor e Moore

1.4.1.1 Kaldor e a economia creditícia

Kaldor retoma a concepção da moeda como efeito, resgatando as conclusões da *Banking School*.³¹ Ao analisar a inconsistência da política monetarista aplicada na Inglaterra nos anos 80, o autor não só recupera os fundamentos teóricos de tal política, mas, também, apresenta uma visão alternativa centrada na endogeneidade da moeda. Adota como ponto de partida as conclusões do Relatório Radcliffe - elaborado na Inglaterra no final da década de cinquenta³² -, particularmente a respeito das relações do Banco Central com o sistema financeiro, enfatizando a sua incapacidade quanto a um efetivo controle sobre os agregados monetários. Dado que o Banco Central determina a taxa de juros e não a quantidade de moeda, as Autoridades Monetárias deveriam adotar a regulação das taxas de juros como a **peça central da ação monetária**.³³ A atenção sobre a taxa de juros é a contrapartida, segundo Kaldor, da endogeneidade da oferta monetária, a qual varia automaticamente com a demanda, para uma dada taxa de juros.

Kaldor desenvolve o conceito de endogeneidade a partir das características das economias de crédito, rejeitando as relações de independência entre demanda e oferta monetária, supostas pela Teoria Quantitativa da Moeda.³⁴ Considera o suposto de exogeneidade da oferta de moeda adequado à moeda-mercadoria (padrão-ouro), podendo a função de oferta de moeda ser representada por uma curva de oferta vertical no espaço juros-moeda. A representação da função de oferta da moeda de crédito consiste numa curva de oferta horizontal (no espaço juros-moeda) onde a taxa de juros aparece como a variável independente.³⁵ O estoque de moeda varia automaticamente em função das condições de demanda, tornando-se a oferta de moeda infinitamente elástica para uma dada taxa de juros. A moeda de crédito resulta dos empréstimos concedidos pelos bancos ao setor público ou ao privado, e, por essa relação de débito e crédito, é impossível

31 A respeito do debate entre as escolas monetária e bancária, ver EATWELL, J. e MURRAY, M. (ed.). (1989). *Money*. The New Palgrave, London: MacMillan, p. 41-49. O trabalho de KALDOR tomado como referência é *The scourge of monetarism*, 2 ed., New York: Oxford University Press, 1985.

32 O objetivo do Relatório era avaliar a eficácia das políticas macroeconômicas e o funcionamento do sistema monetário inglês. Os pontos centrais da análise do Relatório Radcliffe foram recuperados a partir dos trabalhos de KALDOR (1985), op. cit., CHICK (1979), op. cit. e ROUSSEAS, S. (1986). *Post keynesian Monetary Economics*. Basingstoke: MacMillan.

33 KALDOR (1985), op. cit., p. xiv.

34 Kaldor (1985, op. cit., p. 74) aponta que as visões monetarista e keynesiana se fundamentam na hipótese da exogeneidade da oferta monetária, diferenciando-se apenas pela aceitação de uma ior ou menor elasticidade da demanda de moeda à taxa de juros. Para o autor, o próprio Keynes, na Teoria Geral, não teria conseguido fazer uma crítica definitiva à teoria quantitativa da moeda.

35 KALDOR (1985), op. cit., p. 24.

definir um excesso de moeda. Numa economia de crédito, a relação entre moeda e renda nominal e/ou entre moeda e preços aparece invertida, quando comparada com as conclusões dos quantitativistas. Os aumentos de gastos e de preços são responsáveis pelo aumento da demanda de moeda, e a oferta ajusta-se automaticamente.

A crítica de Kaldor dirige-se, também, ao tratamento da demanda de moeda na abordagem monetarista. A demanda por moeda não se resume à demanda para transações, tal como sugere a estabilidade da demanda de moeda em relação à renda permanente defendida por Friedman. Seguindo Keynes, Kaldor acentua o caráter especulativo da demanda de moeda. Interpreta a estabilidade da velocidade de circulação da moeda, observada nos trabalhos empíricos, como evidência da moeda endógena.³⁶ O autor aceita as variações no estoque de moeda e as variações na velocidade como substitutas, validando a conclusão do Relatório Radcliffe sobre política monetária. No entanto, Kaldor defende a estabilidade da velocidade de circulação da moeda.³⁷ Tal defesa justifica-se em função do ajuste automático do estoque de moeda às condições de demanda. Conforme Kaldor:

"... esta é a explicação para o aparente paradoxo de que a oferta de moeda e a velocidade de circulação frequentemente se movem na mesma direção, ao invés de em direções opostas."³⁸

O objetivo da política monetária é a administração da taxa de juros; a quantidade de moeda é considerada um resultado. Nas suas palavras:

"O Banco Central não controla diretamente o montante de moeda mantido pelo público não-bancário; seu poder está em determinar a taxa de juros de curto prazo, diretamente através do anúncio de uma taxa mínima para empréstimos (ou taxa de redesconto), ou indiretamente, através da influência das taxas do mercado monetário via operações de mercado aberto."³⁹

Kaldor chega às mesmas conclusões da Comissão Radcliffe, ao defender a tese de que a Autoridade Monetária pode determinar a taxa de juros e não a quantidade de moeda. No entanto, para Kaldor:

³⁶ A velocidade de circulação da moeda é um resultado, não tendo importância analítica nos fundamentos de uma visão alternativa de política monetária (KALDOR, 1985, op. cit., p. xvii).

³⁷ Kaldor exemplifica a possibilidade de variação da velocidade de circulação da moeda diante de uma política de juros elevados. Neste caso, a política de juros pode induzir os agentes a trocar moeda por títulos, o que implica um aumento da velocidade de circulação da moeda, mesmo sem alteração das decisões de gasto (KALDOR, 1985, op. cit., p. 50). A sensibilidade da velocidade de circulação da moeda à taxa de juros evidencia a impotência dos controles monetários (KALDOR, 1985, op. cit., p. 28).

³⁸ KALDOR (1985), op. cit., p. 74.

³⁹ Ibidem, p. 70.

"A Comissão Radcliffe entendeu isto bem, embora não tenha tido êxito em explicá-lo muito bem."⁴⁰

As diferenças na explicação residem, em última instância, na adoção por parte de Kaldor da abordagem acomodatória, enquanto que o Relatório Radcliffe surge como uma das raízes da vertente estruturalista, ao enfatizar, como veremos, a endogeneidade associada ao estado geral de liquidez.

Embora Kaldor apresente duas formas de o Banco Central administrar a taxa de juros como instrumento de política econômica através da taxa de redesconto ou da taxa de juros das operações de mercado aberto, ganha maior destaque, na sua argumentação, a taxa de redesconto como instrumento para o manejo das reservas bancárias pelo Banco Central.

Na análise dos fundamentos da endogeneidade da moeda, o autor enfatiza o papel desempenhado pelo Banco Central como prestador em última instância:

"Precisamente porque as autoridades monetárias não podem enfrentar as desastrosas consequências de um colapso do sistema bancário... a 'oferta de moeda' numa economia de crédito é endógena, não exógena - varia em resposta direta às variações na 'demanda' de moeda e de depósitos bancários do público e não independentemente dessa demanda."⁴¹

Em suma, pode-se afirmar que Kaldor atribui a endogeneidade da moeda ao seu caráter creditício, sendo a oferta de moeda dependente das condições de demanda. Para isto contribui a ação do Banco Central, que, na sua função de prestador em última instância, determina a taxa de juros, sancionando a demanda por moeda. Há o suposto implícito, na sua abordagem, de que todos os demandantes de crédito são de bom risco, o que justifica o sancionamento automático da demanda por moeda.⁴² Se os bancos não tiverem as reservas necessárias para lastrear as operações de crédito, ainda há o recurso às reservas adicionais emprestadas pelo Banco Central a uma dada taxa de juros. É questionável o realismo desse suposto, na medida em que os bancos agem de maneira discricionária na concessão de crédito em função de sua avaliação de risco e rentabilidade.

40 Ibidem, p. 25.

41 Ibidem, p. 47.

42 A esse respeito, ver DESAI, M. (1989). The scourge of the monetarists: Kaldor on monetarism and on money. In: Lawson, T.; Palma, J.G.; Sender, J. (org.) Kaldor's Political Economy, Great Britain: Academic Press, p. 176.

1.4.1.2 Moore e o "horizontalismo"

Moore retoma o núcleo da argumentação de Kaldor ao destacar as implicações da teoria da endogeneidade da moeda, baseada na moeda de crédito, na sua crítica à proposta monetarista de política monetária. Considera importante resgatar a evolução histórica das formas de moeda - da moeda mercadoria à moeda bancária - uma vez que as possibilidades lógicas quanto à formulação da política monetária são determinadas pelo quadro institucional, no qual a relação entre o Estado e as instituições financeiras tem importância decisiva. Assume a natureza exógena da moeda mercadoria e justifica a endogeneidade da moeda em função das características da moeda de crédito. Semelhantemente aos bens produzidos sob encomenda, a oferta e a demanda de moeda de crédito não são independentes, sendo impossível conceber qualquer excesso de oferta de moeda;⁴³ a sua criação resulta do estabelecimento de contratos, que refletem uma rede de relações de débito e crédito.

Kaldor e Moore assumem o caráter exógeno da moeda-mercadoria, ou seja, consideram que sua oferta é independente das condições de demanda. Neste caso, a inflação resulta de um excesso de emissão de notas em relação à quantidade de metal. Wray critica os autores pós-keynesianos que limitam o conceito de endogeneidade da moeda ao desenvolvimento da moeda de crédito.⁴⁴ Na mesma linha, Costa argumenta que tais autores ao aceitarem a exogeneidade da moeda-mercadoria não levam em conta o conceito de entesouramento, validando, assim, as conclusões quantitativistas para o período histórico correspondente à moeda-mercadoria (padrão-ouro).⁴⁵

Moore estuda dois aspectos da endogeneidade nos sistemas contemporâneos: endogeneidade da base monetária e da moeda de crédito. Quanto à endogeneidade da base monetária, enfatiza que a Autoridade Monetária pode afetá-la somente de maneira indireta, através da taxa de juros praticada nas operações de mercado aberto com títulos da dívida pública, de maneira a induzir mudanças de *portfolio*. Assim, o Banco Central pode fixar a taxa de juros, sendo a base monetária um resultado. Quanto à moeda de crédito, estuda, particularmente, as características dos *portfolio* bancários e o processo de criação da moeda creditícia como resposta às condições de demanda de crédito.⁴⁶ Inverte

43 MOORE, B. (1991). Money supply endogeneity: "reserve price setting" or "reserve quantity setting"? *Journal of Post-Keynesian Economics*, Armonk, v. 13, n. 3, p. 404-413.

44 WRAY (1990, op. cit., p. xx) critica a análise de Moore porque implica que a teoria ortodoxa é consistente com uma economia na qual não há crédito.

45 A esse respeito consultar COSTA, F. (1993a). (Im)propriedades da moeda. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 13, n. 2 (50), p. 61-75, abr./jun.

46 MOORE, B. (1988). *Horizontalists and verticalists - the macroeconomics of credit money*. Cambridge: Cambridge University Press. Moore defende a importância da demanda de crédito no

a relação causal entre depósitos e empréstimos, suposta pela análise ortodoxa, e destaca as relações do Banco Central com as instituições financeiras.

No processo de determinação endógena do volume de crédito, o autor acentua a primazia das decisões de gasto (demanda de moeda). O acesso das instituições financeiras aos empréstimos junto às Autoridades Monetárias libera a expansão da moeda creditícia do limite estabelecido pelo volume de reservas compulsórias ou voluntárias do sistema bancário. Moore avança em relação a Kaldor, porquanto explicita o papel das condições de concorrência e de rentabilidade bancária no processo de expansão do crédito.⁴⁷

Dentre os riscos bancários que influenciam a gestão monetária, Moore privilegia o risco de liquidez. Destaca, particularmente, a instabilidade e a liquidez do passivo: a constituição do *funding* está fora do controle das instituições financeiras e há uma tendência à elevação dos custos de captação por força da pressão competitiva inerente ao processo de administração do passivo. Em contraposição, o ativo possui, em geral, um maior período de maturação e um menor grau de liquidez que o passivo. Como resultado desse descompasso, o Banco Central:

"... não possui outra alternativa a não ser tornar acessíveis as reservas requeridas... para acomodar todo o incremento da demanda por crédito... desde que é o responsável pela liquidez e estabilidade do sistema financeiro."⁴⁸

Na argumentação de Moore, a estabilidade do sistema financeiro como um todo exige, em última instância, a ação do Banco Central, que confere liquidez aos títulos emitidos. Moore retrata, assim, o dilema das Autoridades Monetárias: ou acomodam a demanda por crédito para manter a ordem financeira, ou detonam

processo de expansão da moeda bancária, apresentando como prova do seu argumento o fato de que embora existam linhas abertas de crédito para estimular a demanda, nos EUA e Inglaterra, são utilizadas abaixo dos 50%. Sobre este ponto, consultar, também, MOORE, B. (1991a). Has the demand for money been mislaid? a reply to has Moore become too horizontal?. In: *Journal of Post-Keynesian Economics*, Armonk, v. 14 n. 1, p. 125-133, que é uma resposta ao artigo de GOODHART, C. (1989a). Has Moore become too horizontal?. In: *Journal of Post-Keynesian Economics*, Armonk, v. 12, n. 1, p. 29-34. A crítica de Moore se dirige ao método de equilíbrio adotado por Goodhart (*buffer stock*) e à possibilidade de variações independentes da oferta monetária que até atingir o equilíbrio com a demanda assumem a forma de um *buffer stock*. Para Moore, a consideração de variações autônomas na oferta de moeda correspondem a uma falta de compreensão por parte de Goodhart da relação de interdependência entre a demanda e a oferta de moeda.

⁴⁷ Moore admite que variações na velocidade de circulação da moeda podem ocorrer no processo do financiamento do investimento, em função da expansão do crédito de instituições financeiras bancárias e não-bancárias (MOORE, 1988, op. cit., p. 290-303).

⁴⁸ MOORE (1988), op. cit., p. 38-39.

uma crise de liquidez, dada a inelasticidade do crédito bancário à taxa de juros no curto prazo. A macroliquidez depende da ação do Banco Central que, embora não tenha poder para determinar quantitativamente e de forma direta o estoque de moeda, pode fixar o preço ao qual fornece os recursos líquidos como prestador em última instância. Nas suas palavras:

"Os Bancos Centrais estão sempre preparados para prover os fundos requeridos pelo sistema bancário, mas à taxa de juros de sua escolha."⁴⁹

Além de fundamentar a inviabilidade do controle direto sobre os agregados monetários, Moore ressalta que as tentativas de controle direto e de curto prazo sobre os agregados monetários resultam numa instabilidade da estrutura da taxa de juros. A volatilidade da taxa de juros influencia as operações no mercado de crédito, e as instituições financeiras encurtam os prazos das operações e aumentam os ativos líquidos nos seus *portfolio*, em detrimento das operações formais de crédito.⁵⁰

Moore destaca que a impossibilidade de controle quantitativo e direto sobre os agregados monetários não significa ausência de política monetária, porque o Banco Central pode influenciar indiretamente os agregados monetários via taxa de juros.⁵¹ Da mesma forma que Kaldor, defende uma política monetária centrada na fixação do preço das reservas líquidas que o Banco Central coloca à disposição das instituições financeiras.

O Banco Central controla a determinação das taxas de juros de curto prazo (de maneira exógena). Por este motivo, Moore considera mais adequado denominar a abordagem acomodatória de fixação do preço das reservas. Nas palavras do autor:

"O significado da endogeneidade monetária não é no sentido que os bancos centrais são impotentes ou passivos, ou devem necessariamente acomodar, mas sim que simplesmente seu instrumento de controle é o preço e não a quantidade. O controle da disponibilidade de reservas afeta o comportamento dos bancos e a oferta monetária somente através de mudança no nível geral das taxas de juros de curto prazo no mercado."⁵²

⁴⁹ Ibidem, p. 32-33.

⁵⁰ GOODHART (1989), *op. cit.*, também apresenta com clareza a instabilidade das taxas de juros decorrente da tentativa de controles quantitativos diretos sobre os agregados monetários, no curto prazo.

⁵¹ MOORE (1988), *op. cit.*, p. 18. Para outras referências sobre tal influência indireta, ver, também, p. 91-92, 144-146, 152 e 399.

⁵² MOORE, B. (1988b). Concluding comments, *Journal of Post Keynesian Economics*. Armonk, v. 10, n. 3, p. 399.

A fixação do preço das reservas permite ao Banco Central afetar os agregados monetários somente de maneira indireta, através do impacto da taxa de juros (preço das reservas) no volume de intermediação financeira. Uma política ativa, de juros mais elevados, tem impactos sobre o mercado de crédito, dado que a elevação dos juros influencia as decisões das instituições financeiras, que reavaliam suas condições de rentabilidade. Assim, a evolução dos agregados monetários é, em grande parte, resultado do processo de ajuste de *portfolio* das instituições financeiras, em função das condições de demanda e da política de taxa de juros.

Em suma, o argumento decisivo que fundamenta o "horizontalismo" de Moore é a sustentação da liquidez sistêmica por parte do Banco Central, sancionando a expansão da moeda creditícia.

1.4.2 Davidson e a endogeneidade (ou exogeneidade) parcial

A abordagem de Davidson (1988) insere-se na perspectiva pós-keynesiana ao associar a determinação da oferta de moeda às práticas das instituições bancárias, destacando a relação entre oferta de moeda, dívida e contratos. A questão teórica sobre o caráter endógeno ou exógeno da oferta monetária tem implicações importantes para a discussão do seu papel como causa ou efeito da variação dos preços ou da renda nominal. O autor elabora hipóteses teóricas que devem ser incorporadas ao debate sobre a moeda endógena e exógena, tais como a elasticidade-juros da oferta de moeda e a independência (ou interdependência) da função oferta de moeda em relação à demanda.⁵³

Adotando o enfoque da elasticidade-juros da oferta de moeda, Davidson afirma que uma função oferta de moeda é exógena se inelástica à taxa de juros, isto é, se a quantidade de moeda ofertada for determinada por regras adotadas pela Autoridade Monetária. O autor completa a construção da hipótese teórica a respeito da exogeneidade, discutindo a independência da função oferta de moeda em relação à função demanda. Assim, a oferta de moeda exógena pode ser identificada como fator causal da evolução dos preços e da renda nominal, se for definida como uma função de oferta de moeda perfeitamente inelástica, e quando varia independentemente da função demanda de moeda. Os monetaristas, através das evidências empíricas, assumiram a hipótese da exogeneidade da moeda, derivando uma regra para administrar o

⁵³ DAVIDSON, Paul (1988). Endogenous money, the production process, and inflation analysis. *Economie Appliquée*, Geneve, v. 41, n. 1, p. 151-169, (originais de 1984).

crescimento da quantidade de moeda ofertada a longo prazo, independentemente das variações a curto prazo da demanda de moeda.

Com a adoção do enfoque da elasticidade, o autor conclui que a função oferta de moeda menos que perfeitamente inelástica à taxa de juros está associada à oferta de moeda endógena. No entanto, rejeita uma associação direta entre a elasticidade-juros da oferta de moeda e a interdependência das funções oferta e demanda de moeda na análise da endogeneidade.⁵⁴ De fato, na sua argumentação, a oferta de moeda endógena pode ser identificada como efeito, quando associada a uma função oferta de moeda menos que perfeitamente inelástica à taxa de juros ou à interdependência nas variações da função oferta com a demanda por moeda. Nas palavras de Davidson:

"Uma oferta de moeda exógena pode sempre ser identificada como um fator causal quando a função oferta de moeda é perfeitamente inelástica e quando a oferta de moeda se desloca independentemente da função demanda de moeda. Uma função de moeda endógena pode ser considerada como efeito, portanto, se a sua definição for associada a uma função oferta de moeda menos que perfeitamente inelástica ou a um deslocamento interdependente da função oferta."⁵⁵

Davidson admite que as variações endógenas na quantidade de moeda ofertada decorrem da celebração de dois tipos de contratos: os relacionados ao processo de financiamento da renda e os associados ao processo de mudança de *portfólio*. Aceita a elasticidade da função oferta de moeda à taxa de juros e a interdependência nas variações da função oferta com a demanda por moeda. Argumenta que as variações observáveis na quantidade de moeda ofertada são um efeito e não uma causa do nível de preços e da renda nominal.

O autor explicita as condições endógenas da expansão no processo de geração-financiamento da renda, através da incorporação das estratégias bancárias quanto à administração do passivo e do papel do Bancc Central como prestador em última instância. Nesse processo, a análise do impacto do aumento da demanda de moeda, decorrente do motivo *finance*, sobre a quantidade de moeda ofertada, depende dos objetivos de rentabilidade dos bancos e da sua relação com o Banco Central.

⁵⁴ Davidson destaca que a independência não está diretamente relacionada à elasticidade-juros da função oferta de moeda, tornando-se necessário diferenciar as variações da quantidade ofertada de moeda (movimentos ao longo da curva de oferta) das mudanças na oferta (deslocamentos da curva de oferta).

⁵⁵ DAVIDSON (1988), op. cit., p. 163.

Através da administração do passivo, os bancos podem lastrear empréstimos, desde que a operação seja lucrativa, através de captações baseadas em novos produtos. O Banco Central pode aumentar a elasticidade-juros da função de oferta de moeda, que resulta da administração do passivo, ao oferecer aos bancos reservas adicionais. Portanto, a interdependência entre as funções de oferta e demanda é garantida não só pela administração do passivo, mas, também, e principalmente, pela acomodação por parte do Banco Central, dando elasticidade à expansão do crédito. A contrapartida das ações dos Bancos Centrais como emprestadores em última instância, para garantir a liquidez do sistema, é a fixação da taxa de juros, isto é, do custo das reservas adicionais para os bancos lastrearem as operações de crédito.

Davidson critica, no entanto, a abordagem acomodatória da endogeneidade da moeda, desde que, no seu entender, a suposição de que a quantidade de moeda suprida pelo sistema bancário se modifica automaticamente em resposta às variações na demanda de moeda, representa apenas uma possibilidade extrema no conjunto levantado pelos que admitem a endogeneidade da quantidade de moeda ofertada. Neste ponto, Davidson sugere que as estratégias bancárias podem resultar na adoção de ações discricionárias quanto ao crédito, ou, ainda, que o sancionamento das reservas bancárias adicionais pelo Banco Central não é automático, para uma dada taxa de juros. Em outras palavras, a função oferta de moeda não é, em geral, horizontal, como supõe a abordagem acomodatória.

Davidson, ao mesmo tempo, admite que o Banco Central pode iniciar a mudança na oferta monetária, ou seja, realizar uma variação exógena na função de oferta de moeda, comprando ativos líquidos do sistema bancário e/ou do público em geral, através das operações de mercado aberto, a uma determinada taxa de juros. Nesta operação, conhecida como processo de mudança de *portfolio*, fica implícito que o comportamento da base monetária seria exogenamente determinado. Segundo Davidson, no processo de alteração de *portfolio*:

"... a causa inicial da mudança na oferta de moeda é uma explícita, *ceteris paribus*, decisão de política por parte da Autoridade Monetária de deslocar a função oferta de moeda para uma dada taxa de juros. Assim, o processo de *portfolio* associado à oferta de moeda sempre envolve uma alteração exógena da função oferta de moeda...Este aumento independente da função oferta de moeda, em função das operações de mercado aberto iniciadas pelo Banco Central, aumentará a demanda por bens produzidos somente através do convencional efeito keynesiano via redução do custo de financiamento da compra de duráveis." (grifo meu).⁵⁶

Entendo que deve ser questionada a autonomia do Banco Central, de maneira a fazer variar a oferta de moeda de forma independente em face das condições de demanda. As mudanças de *portfolio* somente podem acontecer se as decisões dos agentes sancionarem a iniciativa do Banco Central, tal como alerta Moore na sua análise sobre a endogeneidade da base monetária. A determinação dos limites da autonomia do Banco Central, nesse processo, exige incorporar à análise o estudo das estratégias bancárias e das preferências do público, além dos seus possíveis desdobramentos no tempo, que podem fazer com que a função de suporte exercida pelo Banco Central torne-se decisiva.

Assim, é possível identificar limites na abordagem de Davidson, já que o autor conclui, a meu ver, que a oferta de moeda possui um grau de endogeneidade (ou de exogeneidade) parcial.⁵⁷ Pode-se afirmar que a endogeneidade fundamenta-se na expansão da moeda creditícia, enquanto a exogeneidade diz respeito à ação do Banco Central sobre a base monetária através das operações de mercado aberto.

1.4.3 A endogeneidade estrutural: Minsky e Rousseas

A abordagem estruturalista da endogeneidade da moeda é influenciada pelas conclusões do relatório da Comissão Radcliffe. Nesse documento sublinha-se a importância do conceito de liquidez no estudo da dinâmica da economia capitalista como uma economia de crédito. Tal conceito não se restringe aos ativos com poder liberatório, isto é, ao conceito de oferta monetária no sentido restrito de moeda transação (M1). Trata-se de incorporar outros ativos substitutos próximos do M1, mas sem poder liberatório. O Relatório Radcliffe também rejeita o suposto monetarista da estabilidade da velocidade de circulação da moeda, assumindo que ela pode variar indefinidamente por ser o resultado de decisões de gasto num determinado padrão de financiamento, que inclui o uso do crédito bancário e não-bancário, além das operações via mercado de capitais.

Assim, a importância do Relatório Radcliffe reside na atenção voltada para o conceito de liquidez e da variação da velocidade de circulação da moeda, na apreciação crítica da tese da exogeneidade da moeda. Embora não tenha apresentado explicitamente a noção de moeda endógena, as suas conclusões apontam para esta endogeneidade, ao privilegiar as decisões de gasto e suas condições de financiamento. Estabelece uma

57

Ver, também, a esse respeito WEINTRAUB, Sidney e DAVIDSON, Paul. Money as cause and effect. In: WEINTRAUB, S. *Keynes, Keynesians and Monetarists*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2 ed., 1983, p. 139-160.

relação estreita entre as variações da taxa de juros, a velocidade de circulação da moeda, os substitutos da moeda (inovações financeiras) e o estado de liquidez da economia.⁵⁸

1.4.3.1 Minsky: a relação entre a atividade bancária e a política monetária

Na abordagem estruturalista, Minsky é, sem dúvida, um dos autores pós-keynesianos mais expressivos.⁵⁹ Seus trabalhos procuram resgatar as características básicas do pensamento de Keynes a respeito do funcionamento das economias capitalistas, introduzindo na análise da instabilidade dessas economias as transformações institucionais associadas ao desenvolvimento das relações financeiras. O seu argumento central é que as inovações financeiras colocam problemas à operação da política monetária de acordo com a teoria convencional.

Minsky parte da concepção da economia capitalista como uma economia de ativos, na qual decisões têm que ser tomadas em um contexto de incerteza. Desenvolve as implicações macroeconômicas da adoção de diferentes estratégias de acumulação privada de riqueza, explorando a maneira pela qual as relações financeiras se inserem na determinação do investimento, do emprego, da renda e dos preços.⁶⁰

A sua teoria do *portfolio*, fundamentada ao nível microeconômico, refere-se ao estudo das escolhas individuais das carteiras de ativos numa dada macroestrutura financeira, com os ativos de capital concorrendo com outros ativos (monetários e não-monetários) como objeto de acumulação. As expectativas quanto ao futuro condicionam a evolução dos *portfolio* dos agentes econômicos, na seleção dos ativos e de suas condições de financiamento.

A taxonomia dos *portfolio - hedge*, especulativo e *Ponzi* - reflete a preocupação de Minsky em explicitar os impactos da evolução das condições de financiamento sobre a acumulação privada de riqueza. O critério relevante para caracterizar os *portfolio* é o da *fragilidade financeira*, que diz respeito às relações entre serviços da dívida contraída (juros e amortizações) e rendimentos esperados, indicando o grau de vulnerabilidade das

⁵⁸ ROUSSEAS (1986), op. cit., p. 68.

⁵⁹ A análise a seguir fundamenta-se particularmente em MINSKY, Hyman (1982). Can "it" happen again?. Armonk: Sharpe e (1986). Stabilising an unstable economy. New Haven: Yale University Press.

⁶⁰ MINSKY (1982), op. cit., p. 15.

unidades econômicas ante as eventuais alterações nas condições contratuais nos mercados financeiros.⁶¹

A expansão do ritmo de investimento é possível graças à elasticidade de recursos financeiros disponíveis, explicada por Minsky a partir do conceito de **inovações financeiras**. Num sentido schumpeteriano, procura descrever a existência de novos arranjos institucionais e de novos produtos financeiros, principalmente como resposta aos controles das Autoridades Monetárias. **Tais inovações financeiras aumentam o montante de financiamento disponível, através da determinação endógena da moeda e das quase-moedas.** Nas palavras de Minsky:

"A moeda é criada quando os banqueiros arranjam recursos para o financiamento do comércio, do investimento e de posições em ativos de capital ... A atividade bancária é um negócio lucrativo, dinâmico e inovador."⁶²

O autor destaca a criação de moeda pelos bancos comerciais e a emissão de ativos considerados quase-moeda, tais como os *commercial papers*, como resposta das instituições financeiras bancárias às exigências de reservas compulsórias por parte do Banco Central. A elasticidade da geração de recursos por parte do sistema financeiro é resultado das margens de garantia e das expectativas favoráveis quanto ao futuro comportamento dos lucros brutos agregados. Por outro lado, o aumento do grau de endividamento das empresas não-financeiras reflete a crença na possibilidade de refinanciamentos de curto prazo,⁶³ além da rentabilidade esperada otimista a longo prazo. Dessa forma, o autor incorpora os riscos do credor e do tomador à análise das decisões de investimento, afetando, respectivamente, os preços de oferta dos bens de capital e os preços de demanda dos ativos de capital.

Na sua abordagem sobre a endogeneidade da moeda, Minsky destaca a capacidade inovadora das instituições financeiras em busca de oportunidade de lucros, criticando a visão tradicional sobre o comportamento dessas instituições.⁶⁴ Segundo Minsky, os bancos comerciais, por um lado, não aceitam passivamente o ritmo de expansão de suas atividades restrito ao crescimento do volume de depósitos à vista (dada a exigência compulsória de reservas). Os intermediários financeiros não-bancários, por outro, não aceitam passivamente o ritmo de expansão de suas atividades em função das decisões de poupança individual das unidades superavitárias. As instituições financeiras

⁶¹ Ibidem, p. 111.

⁶² MINSKY (1986), op. cit., p. 224-25.

⁶³ Ibidem, p. 219.

⁶⁴ Ibidem, p. 248-50.

são caracterizadas como sujeitos ativos, que criam, endogenamente, as condições de liquidez e afetam os níveis de investimento. Segundo Minsky:

"A moeda, a atividade bancária e as finanças não podem ser entendidas se não forem incorporadas sua evolução e as inovações: a moeda, em verdade, é uma variável endogenamente determinada - a oferta é uma resposta à demanda e não algo controlado pelo *Federal Reserve*."⁶⁵

Nesse arcabouço teórico, as inovações financeiras associam-se ao avanço da fragilidade financeira, que se traduz numa elevação da relação entre o serviço da dívida dos empréstimos contraídos (juros, amortizações) e os rendimentos esperados. De fato, as relações entre o investimento e as forças financeiras durante a expansão econômica são responsáveis por uma instabilidade crescente.⁶⁶ A manutenção do ritmo de crescimento é incompatível com a estrutura financeira que se desenvolve no período de expansão e que se traduz num maior peso dos *portfolio* especulativos e *Ponzi*, isto é, num aumento da fragilidade financeira. As firmas não-financeiras tornam-se mais suscetíveis a variações contratuais nos mercados financeiros, dada a necessidade de recorrer a refinanciamentos em função de sua demanda inelástica por recursos.

Segundo a hipótese da instabilidade financeira apresentada por Minsky, a natureza da atividade bancária é central para a exploração da instabilidade e da crise.⁶⁷ Nas palavras do autor:

"Este ativismo da atividade bancária afeta não só o volume e a distribuição do financiamento, mas, também, o comportamento cíclico dos preços, rendas e emprego."⁶⁸

Na sua interpretação, a efetividade da política monetária deve ser pensada no contexto das inovações financeiras e da moeda endogenamente determinada. O ativismo das instituições financeiras, que se manifesta através dos ajustes nos itens ativos e passivos de seus *portfolio*, é responsável pela criação endógena de moeda. A argumentação de Minsky procura desenvolver os impactos sobre as decisões das instituições financeiras das medidas do Banco Central, destacando que as condições de oferta e de demanda de moeda não são independentes e que a oferta de moeda não é passível de controle quantitativo pelo Banco Central.⁶⁹

⁶⁵ Ibidem, p. 226.

⁶⁶ Ibidem, p. 284.

⁶⁷ Sobre o papel da taxa de juros e da política monetária no processo de detonação da crise, na abordagem de Minsky, ver capítulo 2, seção 2.3.2.2.

⁶⁸ MINSKY (1986), op. cit., p. 226.

⁶⁹ Ibidem, p. 225.

Entretanto, na sua argumentação, a demanda de moeda não cria automaticamente a oferta, dado que as instituições financeiras - ao nível microeconômico - possuem estratégias de concorrência que impedem o sancionamento automático das decisões quanto à demanda de moeda. Diferencia-se, neste aspecto, da abordagem acomodatória, que sugere que a quantidade de moeda ofertada cresce *pari passu* com a elevação da quantidade demandada em função da resposta dos bancos, balizada pela ação do Banco Central.

Minsky resgata a evolução da atividade bancária baseada em inovações financeiras, conduzindo à fragilidade financeira e à instabilidade crescentes, o que, por sua vez, também condiciona a evolução da política monetária. As intervenções de curto prazo, a partir do controle de reservas na fase de expansão cíclica, mostram-se ineficazes para reduzir o ritmo de expansão da economia. Na avaliação do autor, a política monetária convencional não capta a essência da natureza e da evolução dos *portfolio* bancários, tornando-se ineficaz para conter o desenvolvimento de uma estrutura de endividamento fortemente especulativa.⁷⁰

Diante da iminência de crises de graves proporções, o Banco Central age enquanto **emprestador em última instância**, validando a estrutura de endividamento especulativa através da proteção do preço dos ativos e da garantia de liquidez (e solvência) das unidades econômicas endividadas.⁷¹ A atuação do Banco Central deve ser complementada com a elevação dos gastos públicos (demanda compensatória do governo), de maneira a estabilizar os lucros agregados da economia e, com isso, evitar não só uma deflação de dívidas, como, também, uma depressão de intensa magnitude.

A sua crítica é dirigida, principalmente, à política monetária centrada em metas quantitativas, conquanto a evolução das relações financeiras torna ineficaz o controle quantitativo dos agregados monetários. Tal evolução passa a ser sancionada pelo Banco Central quando há ameaça de quebra do sistema. Cabe ressaltar que nesse momento de sua argumentação, Minsky valida as conclusões das abordagens de Kaldor e Moore, centradas na postura acomodatória da Autoridade Monetária em função do **risco de liquidez** sistêmico.

Segundo Minsky, os limites da política monetária exógena de controle quantitativo dos agregados monetários se explicitam diante das inovações financeiras e também quando o Banco Central intervém como **emprestador em última instância**. O

70 *Ibidem*, p. 243.

71 *Ibidem*, p. 303.

autor apresenta os dilemas da ação da Autoridade Monetária: a sua função de apoio, a longo prazo, choca-se com as tentativas de exercer a função de controle de curto prazo.⁷²

Em suma, Minsky chama a atenção para as relações institucionais entre as Autoridades Monetárias, os bancos e seus clientes e para os aspectos de curto e longo prazos na condução da política monetária, evidenciando o conflito presente nas estruturas monetária e financeira.

1.4.3.2 Rousseas e a velocidade de circulação da moeda instável

Rousseas relaciona os fundamentos da endogeneidade da moeda ao processo de financiamento do investimento, destacando o conceito de *finance* desenvolvido por Keynes na análise da elasticidade da função de oferta de moeda em face das variações de demanda.⁷³ Em outras palavras, Rousseas procura resgatar a importância do crédito como elemento-chave no estudo da endogeneidade da moeda. Não obstante, Keynes não teria assumido uma função de oferta de moeda perfeitamente elástica, visto que aponta para a possibilidade de os bancos limitarem a expansão do crédito e, assim, o próprio ritmo de expansão da atividade econômica.

Influenciado por Minsky, Rousseas destaca os impactos da evolução das relações financeiras na avaliação da eficácia da política monetária convencional. Critica a concepção de moeda exógena, segundo a qual o Banco Central pode ajustar o volume total de moeda através da utilização de operações de mercado aberto, da taxa de redesconto e de requerimentos de reserva ao nível consistente com seus objetivos de política monetária centrada em controles quantitativos.⁷⁴ Na sua visão, a teoria da moeda endógena exige o reexame da dinâmica monetária nas economias de crédito, destacando a reação das instituições financeiras e do público diante das medidas de política do Banco Central.

⁷² Mollo (1988) critica a análise do papel da Autoridade Monetária em Minsky. Segundo Mollo, Minsky sugere que o Banco Central pode controlar o sistema financeiro, abortando ou impedindo uma crise financeira. Como resultado, a inerência do sistema à instabilidade seria enfraquecida do ponto de vista teórico. A esse respeito, consultar MOLLO, M. L. R. (1988). Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky. Revista de Economia Política, v. 8, n. 1, p. 101-123, jan./mar.

⁷³ Rousseas (1986, op. cit.) diferencia o tratamento dado por Keynes à oferta de moeda na Teoria Geral, na qual teria assumido a exogeneidade da oferta monetária. Desta forma, não teria, de fato, rompido com a Teoria Quantitativa da Moeda.

⁷⁴ ROUSSEAS (1986), op. cit., p. 29.

No núcleo de sua argumentação, Rousseas explora as relações entre inovações financeiras, velocidade de circulação da moeda e taxa de juros, enfatizando o impacto da evolução da taxa de juros no comportamento da velocidade de circulação da moeda. As variações da velocidade de circulação da moeda são responsáveis pela alteração endógena do estado geral de liquidez da economia. Nas palavras do autor:

"A teoria da endogeneidade da oferta de moeda deve, portanto, incorporar variações na velocidade como parte de sua explicação."⁷⁵

Destaca, assim, que o sistema econômico possui flexibilidade no processo de ajuste a um aumento da demanda por financiamento sob uma política monetária restritiva. A endogeneidade da oferta monetária remete, fundamentalmente, à variação da velocidade como resultado da reação das instituições financeiras à política monetária restritiva. Tal variação decorre da introdução de inovações financeiras no sistema de pagamentos, através da transferência de fundos, e de novas formas de captação nos mercados interno e externo.⁷⁶ Rousseas afirma:

"Em resumo, o aumento total da velocidade em resposta a níveis mais altos das taxas de juros corresponde à soma de dois efeitos: (1) movimento ao longo de uma dada curva $V(i)$ antes que as inovações financeiras tenham acontecido (isto é, através da ativação de saldos inativos e a economia de saldos de transação), e (2) um deslocamento da curva $V(i)$ como resultado das inovações induzidas, durante uma prolongada expansão econômica, pelos níveis mais altos de taxas de juros."⁷⁷

Tal flexibilidade não é apreendida pelas estatísticas do estoque de moeda na acepção convencional - papel moeda em poder do público e depósitos à vista nos bancos comerciais -, mas através dos impactos dos movimentos da velocidade de circulação da moeda sobre o estado geral de liquidez da economia (oferta efetiva). No contexto da relação dos bancos com os seus clientes, Rousseas destaca que a elevação da taxa de juros aumenta o custo de oportunidade de reter saldos inativos, induzindo a movimentação de saldos inativos e o desenvolvimento de técnicas para economizar saldos de transação pelo setor empresarial. Ademais, para atender à demanda de crédito, as instituições financeiras podem buscar novas formas de captação de recursos, o que corresponde a um movimento estrutural de prazo mais longo.

Embora a demanda de moeda, ou, mais precisamente, a demanda de crédito, determine a oferta, a demanda de moeda não cria automaticamente a sua própria oferta.

⁷⁵ Ibidem, p. 93.

⁷⁶ Assim, as inovações financeiras implicam movimentos da própria curva de velocidade em resposta à alta de juros (ROUSSEAS, 1986, op. cit., p. 91).

⁷⁷ ROUSSEAS (1986), op. cit., p. 92.

A acomodação da oferta efetiva de moeda às novas condições de demanda pode ser parcial. Nas palavras de Rousseas:

"... embora as variações da velocidade possam acomodar uma elevação da demanda de moeda (através do aumento da capacidade de realizar empréstimos por parte de um amplo leque de instituições financeiras), elas não implicam acomodação 'plena'."⁷⁸

O autor, no entanto, não desenvolve uma teoria dos *portfolio* bancários, de maneira a sistematizar as suas estratégias competitivas com impactos na concessão de crédito e na determinação das variações na velocidade de circulação da moeda. Contudo, é possível conciliar a sua análise com a de Minsky, que entendeu e trabalhou sistematicamente a natureza da atividade bancária, evitando, assim, um tratamento apriorístico das variações da velocidade.

Rousseas critica a abordagem de Kaldor, porque ela, implicitamente, recompõe as condições de existência de uma Lei de Say invertida para o mercado financeiro, na medida em que a demanda monetária cria automaticamente a sua própria oferta. Esta visão de endogeneidade, caracterizada por Rousseas de monetarista, fundamenta-se na hipótese da estabilidade da velocidade de circulação da moeda, representando uma crítica parcial à Teoria Quantitativa da Moeda.

Segundo Rousseas, a construção de uma teoria da endogeneidade da moeda supõe a rejeição de todos os postulados quantitativistas, i.e., a tendência ao pleno emprego, a velocidade de circulação da moeda estável e as relações de determinação entre moeda e renda nominal e entre moeda e nível de preços.⁷⁹ A adoção da hipótese da estabilidade da velocidade de circulação da moeda representa um recuo em relação ao próprio Keynes, que destacou a imprevisibilidade do seu comportamento. A influência da taxa de juros sobre a evolução da velocidade é crucial para se entender a dinâmica do estado de liquidez nas economias de crédito.

Rousseas critica a abordagem de Kaldor, por se apoiar em fatores extra-econômicos, ao remeter a plena e automática acomodação à função do Banco Central como prestador em última instância, garantindo a solvência do sistema financeiro.⁸⁰ Aqui surge uma limitação da própria análise de Rousseas, ao querer retirar o

⁷⁸ Ibidem, p. 93.

⁷⁹ Ibidem, p. 66.

⁸⁰ Ibidem, p. 65. Da mesma forma, na avaliação de Rousseas (1986, op. cit., p. 78), Weintraub defende que o Banco Central deve acomodar a demanda por moeda para evitar a crise sob estagflação econômica. Para uma recuperação das idéias de Weintraub, consultar WEINTRAUB, S.; DAVIDSON, P. (1983), op. cit.

conflito de interesses associado à gestão da política monetária. Levando em conta a relação entre as instituições financeiras e o Banco Central, a análise de Rousseas limita-se a verificar que, diante de uma elevação da demanda por financiamento, a resposta mais acomodatória por parte do Banco Central, aumentando o estoque de moeda na acepção convencional, provoca uma elevação menos intensa da taxa de juros e da velocidade de circulação da moeda.

Em resumo, ao analisar o alcance das políticas monetárias restritivas sobre os fluxos de crédito, Rousseas propõe um aprofundamento da relação entre teoria da endogeneidade e o motivo finanças. Enfatiza as reações do sistema financeiro à política monetária no processo de financiamento, o que envolve variações no estado geral de liquidez da economia. Destaca, com propriedade, a temporalidade associada à introdução de inovações financeiras.

Na sua abordagem, Rousseas limita o conflito inerente à gestão monetária, que se reflete na relação entre sistema financeiro e Banco Central, dado que a função de apoio do Banco Central não é destacada pelo autor, provavelmente por atribuí-la a fatores extra-econômicos. Neste ponto, Rousseas recua em relação aos avanços de Minsky na análise da política monetária.

1.5 FUNDAMENTOS DA TEORIA DA ENDOGENEIDADE DA MOEDA

Depois de resenhar os principais autores pós-keynesianos no debate acerca da endogeneidade da moeda, apresento, a seguir, detalhadamente, os pilares centrais de tal teoria em blocos temáticos: a endogeneidade da base monetária; a precedência analítica do crédito e as estratégias bancárias; e a administração das reservas bancárias através da taxa de juros.

1.5.1 A endogeneidade da base monetária

O desenvolvimento de uma teoria da determinação da oferta de moeda envolve a necessidade de explicação do nível e das variações da base monetária.⁸¹ Na prática, a base monetária não tem sido a variável controlada pela política monetária; o verdadeiro

⁸¹ GOODHART, C. (1984a). Analysis of the determination of the stock of money. In: Monetary Theory and Practice, London: MacMillan Press, especialmente p. 187-193. A importância de Goodhart reside nos *insights* para uma crítica às políticas monetárias de controle quantitativo dos agregados. No entanto, temos restrições aos fundamentos do seu modelo de *buffer stock*. Para uma revisão da noção de *buffer stock*, recomenda-se a leitura de LAIDLER, D. (1984). The "buffer stock" notion in monetary economics. Economic Journal, Conference Papers Supplement, 94. In: Monetarism, v. 1, op. cit.

alvo de política é a taxa de juros. A abordagem monetarista, ao tomar a base monetária como um dado, abstrai aspectos relevantes do ajustamento do *portfolio* dos bancos e do público diante de variações nos preços relativos. O tamanho do déficit público, a reação do mercado às operações de mercado aberto e a elasticidade-substituição entre ativos domésticos e estrangeiros, induzem mecanismos de ajustamento de *portfolio*, através da variação de preços relativos, que impactam na base monetária e nos meios de pagamento.

A endogeneidade da base monetária fundamenta-se nos limites colocados pela ação dos bancos e do público ao poder do Banco Central no controle quantitativo e direto sobre a base monetária. A crítica pós-keynesiana à concepção de base monetária exógena destaca os impactos assimétricos da ação do Banco Central sobre essa variável.

Por um lado, o Banco Central pode aumentar a base monetária através de aquisições de títulos da dívida pública em poder do público nas operações de mercado aberto, oferecendo taxas de juros atrativas. Dá, assim, suporte a um aumento da intermediação financeira diante de uma expansão da demanda por crédito.⁸²

Por outro lado, num período de *boom*, o Banco Central não pode controlar quantitativamente a base monetária, nem limitar a expansão da intermediação financeira. Os bancos respondem à demanda por crédito, superando as tentativas de controle da base monetária feitas pelo Banco Central, através de inovações financeiras e da intensificação das operações interbancárias, podendo recorrer, inclusive, ao mercado internacional e às operações de redesconto junto ao Banco Central. A reação das instituições financeiras, procurando fugir ao controle da Autoridade Monetária sobre as reservas, cria, numa situação de fragilidade financeira dos bancos, a necessidade de o Banco Central agir como prestador em última instância, tornando inócuo o controle estrito sobre a base monetária.⁸³

A impossibilidade de controlar quantitativamente a base monetária decorre da sua própria endogeneidade. Para que a Autoridade Monetária pudesse controlar quantitativamente a base monetária através das operações de mercado aberto, seria necessário fazer uma previsão perfeita a respeito da distribuição da base monetária entre

82 Ver a esse respeito MOORE (1988), especialmente p. 17 (nota 27), p. 82-83 e p. 95. Sobre o poder assimétrico do Banco Central, consultar LABINI, Paolo Sylos (1985). The general theory: critical reflections suggested by some important problems of our time. In: VICARELLI, F. (ed.), *Keynes's relevance today*, London: Macmillan, p. 126-154. CHICK (1979, op. cit., p. 13-15) também afirma que o Governo, embora possua o poder emissor, não controla nem a base monetária, nem a oferta monetária.

84 MOORE, B. (1988), op. cit., p. 75-79.

os agentes financeiros e não-financeiros, de alterações no *float*, de mudanças nas preferências do público em manter moeda manual (relação papel moeda em poder do público/ meios de pagamento-M1) e de variações nas operações de redesconto, etc.⁸⁴

A endogeneidade da base monetária remete às decisões dos agentes econômicos em condições de incerteza. A rigidez dos déficits públicos a curto prazo, as oscilações dos fluxos internacionais de capitais diante de alterações nas relações juros internos/juros externos e a inelasticidade das reservas bancárias introduzem elementos adicionais de incerteza, reforçando a endogeneidade.⁸⁵ Na prática, a tentativa de controlar a base monetária pode forçar um aumento da volatilidade dos juros nas operações de mercado aberto. O ponto a destacar é que tal política não se sustenta no tempo em função do efeito perturbador sobre a taxa de juros. Os efeitos da volatilidade da taxa de juros, negligenciados pela análise ortodoxa, referem-se aos impactos da variação da taxa de juros sobre as condições de fragilidade financeira das empresas não-financeiras e na concessão de empréstimos; leva, no limite, a uma interrupção dos canais de financiamento, além de impactar a evolução dos preços internos e do câmbio. De forma a evitar esses impactos, os Bancos Centrais, em geral, optam pela estabilidade dos juros no mercado aberto, deixando a quantidade de moeda como resultado.

1.5.2 A precedência analítica do crédito e as estratégias bancárias

O desenvolvimento dos determinantes da oferta de moeda na abordagem pós-keynesiana exige levar em consideração a hierarquia analítica do crédito, que se expressa na precedência dos empréstimos sobre os depósitos (reservas).

Chick e Moore, entre outros, criticam o *status* analítico do conceito de multiplicador dos meios de pagamento, pois, constituindo-se numa relação contábil automática entre a base monetária e o estoque de moeda, não explica as relações inerentes à operação do sistema financeiro. Tal multiplicador aparece como uma formalização *ex post*, isto é, trata-se de uma identidade descritiva. Em suas críticas apontam para a importância das decisões dos agentes não-financeiros na determinação da demanda por liquidez e das estratégias bancárias.

⁸⁴ Sobre as evidências empíricas relacionadas por Moore a respeito da endogeneidade da base monetária, ver MOORE (1988, op. cit. p. 108-109).

⁸⁵ A esse respeito, cf. GOODHART (1989, op. cit. p. 140-144). Este ponto será explorado no capítulo 2, seção 2.3.3.

A abordagem pós-keynesiana fundamenta-se, portanto, na análise da dinâmica monetária centrada nas estruturas financeiras, envolvendo estratégias de valorização das instituições financeiras e conflitos na sua relação com o Banco Central. A partir desta base microeconômica os pós-keynesianos questionam a abordagem quantitativa da moeda e do crédito, segundo a qual o controle da oferta monetária baseia-se na relação estável entre a base monetária e o total dos meios de pagamento, isto é, na estabilidade do multiplicador dos meios de pagamento.⁸⁶

A hipótese subjacente aos modelos de expansão monetária de cunho ortodoxo pode ser sintetizada na expressão **depósitos criam empréstimos**: os bancos fixariam as quantidades a serem emprestadas em função do volume de reservas (depósitos) disponíveis, assumindo o preço (taxa de juros) como um dado.⁸⁷ Nesse processo de criação de moeda, o aumento exógeno das reservas no balanço do sistema bancário é a causa inicial de um aumento da oferta de moeda bancária para qualquer taxa de juros.

Tobin foi, em verdade, um pioneiro na revisão da natureza dos *portfolio* bancários, tendo influenciado um conjunto de autores pós-keynesianos no estudo dos objetivos e impactos da atividade bancária, no que concerne à criação de moeda.⁸⁸

A nova visão do funcionamento do sistema bancário enfatiza as decisões de *portfolio* das instituições financeiras, bancárias e não-bancárias, ao lado das condições de demanda de crédito e das preferências do público em manter ativos financeiros, superando a passividade das instituições financeiras na teoria ortodoxa. Nessa teoria, a expansão do crédito até o limite das reservas disponíveis é considerada lucrativa.⁸⁹ O argumento-chave é que se um banco concede um empréstimo a um cliente, desta operação resulta um crédito na sua conta. Quando o cliente gasta o empréstimo, o depósito adicional vai ser transferido às contas dos que a ele venderam. Se os recursos se mantiverem no sistema financeiro, outros bancos vão poder expandir seus empréstimos. O processo pode continuar indefinidamente, considerando-se a operação do sistema bancário no seu conjunto.

⁸⁶ Para os monetaristas tal suposição de estabilidade reforça a visão de estabilidade do sistema bancário, o que é condizente com a própria estabilidade econômica. Ver a esse respeito BRUNNER, K. (1968). The role of money and monetary policy. *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, v. 50, n. 7, jul. In: CHRYSTAL, K. A. (ed.). (1990), *Monetarism*, Aldershot: Edward Elgar, v. 2, p. 391-406.

⁸⁸ MOORE (1988), op. cit., cap. 1.

⁸⁸ TOBIN, J. (1963). Commercial banks as creators of money. In: CARSON, D. (org.). *Banking and Monetary Studies*. Homewood, Richard D. Irwin, p. 408-419.

⁸⁹ CHICK, V. (1979), op. cit., p. 87.

Na nova visão, o processo de expansão dos empréstimos depende das condições de rentabilidade bancária, da demanda de crédito e das preferências quanto à liquidez dos detentores de ativos financeiros. Isto é, depende das preferências por empréstimos bancários em relação a outras formas de financiamento e da estrutura de composição do passivo das instituições financeiras, num contexto de valorização do capital bancário.

As hipóteses básicas que fundamentam a análise pós-keynesiana são: 1. o sistema bancário tem caráter dual; 2. a precedência analítica do crédito sobre os depósitos é validada pela ação conjunta do sistema bancário; 3. as estratégias bancárias exercem papel ativo na determinação das condições de financiamento; 4. o Banco Central, enquanto fonte de liquidez sistêmica, dá elasticidade ao processo de expansão do crédito. Passo a detalhar tais hipóteses nas próximas seções.

1.5.2.1 Empréstimos e depósitos

Keynes, no *Treatise*, destacou o caráter dual do sistema bancário enquanto criador de moeda e intermediário de fundos, sendo que os dois aspectos ganham relevância na análise do crédito.⁹⁰ Ao mesmo tempo enfatizou que a precedência analítica do crédito exige a ação conjunta do sistema bancário.⁹¹

A visão pós-keynesiana retoma a precedência analítica do crédito sobre os depósitos na dinâmica monetária, discutindo as relações entre moeda, crédito e liquidez.⁹² Nessa abordagem, a expansão dos empréstimos pelo conjunto do sistema bancário não é limitada pelo volume de reservas existentes. As instituições financeiras podem desenvolver novas fontes de captação ao nível nacional ou ao internacional (junto ao público não-financeiro ou ao mercado interbancário), além de recorrer às reservas junto ao Banco Central:

"No mundo real, quando a liquidez dos bancos encontra-se apertada, eles podem reagir tomando emprestado reservas (direta ou indiretamente) do Banco Central, desenvolvendo outras fontes de captação que não depósitos à vista, e concorrendo ativamente por depósitos à vista (tentando mudar a razão caixa/depósitos)."⁹³

⁹⁰ KEYNES, J. M. (1971b). *A Treatise on Money*. London: MacMillan, (The Collected Writings of John Maynard Keynes), livro 7, cap. 31.

⁹¹ Ibidem, livro 1, cap. 2.

⁹² Essas relações serão discutidas no capítulo 2, particularmente nas seções 2.2.3 e 2.3.2, na análise do processo de financiamento do investimento, nas abordagens monetarista e pós-keynesiana.

⁹³ CHICK (1979), op. cit., p. 87.

No processo de expansão do crédito deve-se considerar a ação conjunta das instituições financeiras, bancárias e não-bancárias. Os limites do processo de expansão da intermediação financeira residem nas preferências por ativos financeiros pelo público não-bancário e nas perspectivas de lucro das instituições financeiras.

Na abordagem ortodoxa, o banco comercial assume uma posição estratégica pela sua capacidade de expandir depósitos à vista que constituem moeda. Nessa visão, o Banco Central poderia exercer controle sobre as operações ativas dos bancos comerciais, na medida em que fixasse o volume de reservas compulsórias. Quanto aos intermediários financeiros não-bancários, sua capacidade de conceder empréstimos dependeria da poupança prévia.

A nova visão, originária de Tobin, considera que a distinção estabelecida entre os intermediários financeiros bancários e não-bancários, não se fundamenta na natureza monetária dos passivos dos bancos comerciais. Seguindo Tobin, os pós-keynesianos enfatizam que o depósito à vista é um ativo dentro de um conjunto de ativos líquidos. Ressaltam que, num contexto competitivo, a distinção entre os intermediários financeiros bancários e não-bancários é cada vez mais tênue. O mercado financeiro não é totalmente segmentado, conquanto as instituições financeiras lidam com uma variedade de instrumentos, diferenciando a composição de suas estruturas passivas. Nesse processo de diferenciação de produtos, oferecem aos aplicadores ativos financeiros mais ou menos próximos, porém não substitutos perfeitos.

Na visão pós-keynesiana, a expansão total do crédito num sistema com intermediários financeiros bancários e não-bancários é maior, para uma dada injeção inicial de recursos (moeda de alto poder de expansão), do que se se considerar apenas o sistema bancário.⁹⁴ O importante é destacar que, no processo de expansão de empréstimos, as instituições financeiras criam depósitos, expandindo endogenamente as moedas e as quase-moedas. Como resultado, varia a velocidade de circulação da moeda. Este ponto analítico é de extrema importância porque remete à relação entre a expansão do crédito e a alteração do estado de liquidez da economia. A endogeneidade da moeda ganha relevância na medida em que as instituições financeiras

⁹⁴ Chick (1979, op. cit., p. 69) procura desenvolver um modelo de expansão do crédito bancário e não-bancário como extensão da teoria do multiplicador. Na mesma direção, e procurando superar o enfoque instrumentalista do multiplicador bancário, Goodhart (1989, op. cit.) propõe analisar o processo de expansão da liquidez enquanto um mecanismo de ajustamento de *portfolio*, envolvendo as relações entre Banco Central, instituições financeiras bancárias e não-bancárias e os seus clientes. O autor argumenta que as autoridades monetárias não controlam nem a base monetária, nem a expansão dos empréstimos. Portanto, vê-se problematizado o controle quantitativo da oferta monetária.

tenham capacidade para expandir o crédito, desde que seja lucrativo, de forma a atender às condições de demanda, a despeito das restrições colocadas pelo Banco Central.

Nesse contexto, é possível que a política de juros implementada pelo Banco Central afete as condições de demanda por moeda. Assim, uma elevação da taxa de juros pode estimular a aplicação em títulos, em função do aumento do custo de oportunidade de retenção de moeda, permitindo aos intermediários financeiros captarem os depósitos para lastrear o crédito avançado. Assume-se, portanto, uma função de demanda de moeda elástica à taxa de juros e seus impactos na composição da estrutura passiva das instituições financeiras. O ponto a destacar é que a elevação da taxa de juros altera as condições da demanda por moeda, não se mantendo constantes as preferências do público quanto à demanda de ativos, tal como supõe a estabilidade da demanda por moeda na teoria monetarista.

Segundo Minsky, os bancos tomam decisões de *portfolio* orientados pelas perspectivas de lucro, afetando a expansão do crédito de acordo com os seus objetivos, independentemente dos objetivos das Autoridades Monetárias quanto aos agregados monetários.

A análise das estratégias bancárias exige a ruptura da relação convencional entre base monetária e oferta de moeda.⁹⁵ Assim, as tentativas de controle quantitativo sobre o total do estoque de moeda, através de limites ao crédito bancário, aumentam a importância dos ativos líquidos não sujeitos a requerimentos de reserva, impondo limites à política monetária de natureza monetarista.⁹⁶ As estratégias bancárias envolvem a administração das estruturas ativas e passivas, transformando diferentes riscos, prazos e taxas de juros em função das expectativas de valorização. Nesse processo, as instituições financeiras, individualmente, podem ou não sancionar as decisões de demanda de crédito, exercendo papel-chave na definição das características do padrão de financiamento de uma economia.

Por último, a elasticidade de expansão do sistema financeiro depende, também, do acesso às reservas do Banco Central, o que indica que este, em função do manejo das

⁹⁵ Tal ruptura pode ser também observada quando das variações autônomas nas preferências por moeda manual e depósitos não-monetários, embora seja dada pouca atenção a esta possibilidade (CHICK, 1979, op. cit., p. 87).

⁹⁶ Chick (1979, op. cit.) e Minsky (1986, op. cit.) foram influenciados pelas conclusões de Gurley e Shaw a respeito dos impactos do crescimento dos ativos líquidos e do desenvolvimento das instituições financeiras não-bancárias, no pós-guerra, apontando para os limites da política monetária centrada nos bancos comerciais. Ver a esse respeito GURLEY, John G. (1960). *Liquidity and financial institutions in the postwar economy*. In: MITTRA, S. (1970), op. cit.

reservas bancárias, pode influenciar as condições do mercado de crédito. Destaca-se, assim, que o Banco Central é uma fonte de liquidez para as instituições financeiras.⁹⁷

A Autoridade Monetária tem habilidade para influenciar as condições de crédito conforme as necessidades da economia, alterando as condições de custo e disponibilidade das reservas - via mercado aberto ou redesconto. Quanto ao redesconto, a Autoridade Monetária pode modificar o acesso às reservas mudando o seu preço (taxa de juros), ou ainda, alterando a qualidade dos papéis aceitos. Nas palavras de Chick:

"Obviamente qualquer sistema financeiro é mais elástico se, no período de expansão, seus requerimentos de reservas são atendidos. (É sobre isto que gira o debate da endogeneidade)."⁹⁸

A endogeneidade da moeda diz respeito, portanto, às relações entre moeda, crédito e liquidez. A liquidez é um atributo dos ativos. O prêmio de liquidez dos ativos é determinado pelas expectativas dos agentes quanto a sua conversão em moeda de curso forçado, a qual depende não só da existência de mercados secundários, mas, também, das garantias do Banco Central sobre a conversibilidade dos ativos em moeda.⁹⁹ O estado geral de liquidez depende, em última instância, do sancionamento das decisões privadas pelo Banco Central:

"... o grau em que há 'liquidez macroeconômica' para o setor privado depende do grau em que o preço dos débitos internos é garantido pela vontade do governo de ofertar *outside money*."¹⁰⁰

1.5.2.2 A dinâmica bancária: a evolução institucional

As hipóteses centrais da abordagem pós-keynesiana remetem, portanto, à dinâmica dos *portfolio* bancários, em termos de riscos e rentabilidade, e às relações entre

⁹⁷ A esse respeito, consultar DOW, P. ; SAVILLE (1990). A critique of monetary policy: theory and british experience. Oxford: Clarendon Press, p. 148-49, e GOODHART (1989), op. cit., particularmente o cap. " Why do banks need a Central Bank?". Apresenta-se, em última instância, a própria evolução histórica dos Bancos Centrais, destacando o conflito entre a sua posição de dominância no sistema financeiro *vis à vis* a assistência financeira de liquidez.

⁹⁸ CHICK (1979), op. cit., p. 86.

⁹⁹ No contexto de uma política de estabilização, se as Autoridades Monetárias quiserem estabilizar a taxa de juros, trocam os títulos das instituições financeiras por moeda, garantindo a solvência das carteiras. Nessa conjuntura, tais ativos protegidos tornam-se perfeitos substitutos da moeda (CHICK, 1979, op. cit., p. 82). Minsky (1982, op. cit.) e Chick (1979, op. cit.) lembram a diferenciação entre *inside* e *outside money*. Os economistas Gurley e Shaw (1960) formalizaram a diferença entre a moeda interna, emitida em contrapartida dos créditos do setor privado, e a moeda externa, emitida em contrapartida dos créditos com o setor externo e o Governo e que fazem parte da riqueza líquida do público bancário e não-bancário. Consultar, GURLEY, J.; SHAW E. (1960). Money in a theory of finance. Washington, D.C, Brookings.

¹⁰⁰ CHICK (1979), op. cit., p. 86.

instituições financeiras e Banco Central. No desenvolvimento de sua análise microeconômica, ganha destaque a evolução histórica da institucionalidade dos sistemas financeiros. Retomam-se as práticas administrativas dos bancos no processo de expansão do crédito, ao lado da defesa da precedência analítica do crédito sobre os depósitos e as reservas.¹⁰¹

A revolução na administração bancária, no final da década de 60, deu origem ao *liability management*, isto é, a um processo de administração das posições passivas dos bancos para atender à demanda por crédito. Seus principais resultados foram a expansão dos empréstimos, através do aumento da captação de recursos remunerados, para poder financiar as operações de crédito, e a elevação dos custos do sistema bancário de maneira estrutural.

Num contexto de administração do passivo, os bancos podem aumentar o poder de empréstimo de sua base de reservas criando instrumentos de captação, de forma que o público libere recursos líquidos, aceitando em troca títulos financeiros menos líquidos.¹⁰²

¹⁰¹ Sobre a necessidade de uma revisão microeconômica dos determinantes da expansão monetária, centrados na atividade bancária, ver MOORE, Basil (1983). *Unpacking the post Keynesian black box: bank lending and the money supply*. *Journal of Post Keynesian Economics*, Armonk, v. 5, n. 4, p. 537-556. Para uma descrição das mudanças institucionais do sistema bancário, levantando os impactos na formulação de uma teoria da política monetária de raiz pós-keynesiana, consultar CHICK, V. (1986). *The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest*, London, University College London, discussion paper, 86-01 e (1989). *The evolution of the banking system and the theory of monetary policy*. London, University College of London, discussion paper, 89-03. Chick (1986, op. cit.) apresenta a história da evolução dos bancos associada ao desenvolvimento econômico e ao crescimento. Para a autora, o sistema bancário se desenvolveu em cinco estágios. De início, os passivos bancários não eram usados de maneira generalizada como meios de pagamento e os bancos atuavam como intermediadores entre poupadores e investidores, de maneira que depósitos fazem empréstimos. No segundo estágio, destaca que os acordos de compensação permitem que o processo de multiplicação dos depósitos se realize, sendo que os passivos bancários passam a circular como meios de pagamento e as reservas fazem empréstimos. No terceiro estágio, os empréstimos interbancários permitem a criação de moeda através da expansão dos depósitos. No quarto estágio, o Banco Central opera como empregador em última instância, procurando estabilizar as taxas de juros. Neste estágio, os bancos superam a restrição das reservas e os empréstimos fazem depósitos. No último estágio, os bancos utilizam a administração do passivo para satisfazer a demanda por empréstimos. Chick destaca que, a partir do estágio 2, o Banco Central não pode exercer controle quantitativo sobre os agregados monetários.

¹⁰² GOODHART, C. (1984b). *Structural changes in the banking system and the determination of the stock of money*. In: *Monetary theory and practice*. London: MacMillan, p. 146-181. Para uma comparação sobre as diferenças entre as estratégias da administração do ativo e do passivo por parte dos bancos comerciais, associadas às mudanças estruturais no final da década de sessenta, ver GOODHART (1984b). O autor afirma que, em meados dessa década, o sistema financeiro exaure a capacidade de expansão do crédito através do ajuste do ativo. Este ajuste implicava a compra/venda de títulos públicos de sua carteira para atender à demanda de crédito. Com a administração do passivo, aumenta a importância relativa do passivo não-monetário nos balanços das instituições financeiras bancárias, crescendo os seus custos de captação de maneira estrutural.

Desde que o requerimento de reservas sobre os depósitos à vista é maior que sobre esses títulos menos líquidos, a administração do passivo significa que a base de reservas pode expandir-se endogenamente para satisfazer as variações na demanda líquida de empréstimos, caso for rentável para a instituição financeira. Tobin foi um dos pioneiros a alertar sobre a perda de importância das reservas prévias como base para a expansão do crédito, desde que as instituições financeiras possam ampliar as reservas junto ao público, ao mercado interbancário ou ao Banco Central. A expansão da intermediação financeira passa a depender de o diferencial entre as taxas de juros de captação e aplicação de recursos ser positivo.

A substituição da venda de ativos negociáveis de curto prazo (basicamente títulos públicos) pela captação de recursos remunerados enfraqueceu a relação existente entre expansão de crédito e expansão monetária.¹⁰³ Tal esforço de captação envolveu o surgimento de inovações financeiras por parte das instituições financeiras bancárias, de forma a ampliar o, até então, mercado cativo das instituições financeiras não-bancárias,¹⁰⁴ e implicou uma redução do nível de reservas líquidas mantidas, tradicionalmente, pelo motivo precaucional. Para reverter eventuais posições ilíquidas, os bancos podem, ainda, recorrer ao mercado atacadista, que envolve tanto a relação dos bancos com o Banco Central quanto com o mercado interbancário.

A escala das atividades bancárias é afetada pelo acesso ao Banco Central, que pode também oferecer aos bancos fontes alternativas de reservas a uma dada taxa de juros. Existe uma relação estreita entre as taxas de juros dos mercados atacadista e varejista. A taxa de juros no mercado varejista, fixada pelos bancos, depende não só da pressão competitiva interbancária, mas, também, das expectativas de custos dos fundos no mercado atacadista. Assim, as variações do custo das reservas junto ao Banco Central afetam, com defasagem, as taxas praticadas pelos bancos junto a seus clientes. As instituições financeiras, no período de mercado, administram o preço das operações de crédito, assumindo uma posição oligopolista. O custo dos empréstimos não é determinado pelas demanda e oferta de fundos (**poupança e investimento**), mas pelas condições de risco e rentabilidade das instituições financeiras.

As Autoridades Monetárias exercem apenas influência indireta sobre o volume de intermediação financeira. O resultado final dependerá das respostas do sistema bancário à

A pressão competitiva entre intermediários financeiros bancários e não-bancários foi reforçada, na década de oitenta, pelas tendências à desregulamentação e globalização dos mercados financeiros.

103 MOORE (1988), op. cit., p. 27.

104 Ibidem, p. 31.

variação das taxas de rentabilidade das suas diferentes operações ativas e da elasticidade-juro da demanda de crédito.¹⁰⁵

Em outras palavras, os requerimentos de reservas estabelecidos pelo Banco Central não afetam diretamente o volume da intermediação financeira (crédito), mas, sim, indiretamente, através da influência que exercem no custo da obtenção das reservas adicionais junto ao Banco Central. Neste caso, a diminuição do *spread* bancário, em função da dificuldade de repasse da variação dos juros pagos ao Banco Central aos custos dos empréstimos a serem pagos pelos clientes, leva à diminuição do volume de intermediação. O menor volume de empréstimos não resulta, portanto, da elevação das reservas legais, como supõe a teoria convencional, mas do custo das reservas adicionais, às quais o sistema bancário pode recorrer diante de situações de iliquidez. O volume de intermediação aparece, assim, endogenamente determinado. Dada a elasticidade-juros da demanda por crédito, os banqueiros terão incentivo para expandir seus empréstimos, desde que tenham lucro para uma dada avaliação das condições de risco. Portanto, o processo de expansão da oferta monetária envolve, como aponta Goodhart, um processo de ajustamento dinâmico dos níveis da base monetária, das taxas de retorno e das reações dos bancos, do Banco Central e do público, no qual não há relações estáveis nem previsíveis.¹⁰⁶

As mudanças estruturais do sistema financeiro, a partir da década de setenta, foram, em grande medida, determinadas pela instabilidade inflacionária e das taxas de juros, pelo desenvolvimento tecnológico - automação - e pela concorrência interbancária, dentro de um quadro de internacionalização crescente. Tais mudanças se expressam: na celebração de novos contratos com taxas de juros flutuantes, na prática de operações em mercados futuros e na transferência eletrônica de fundos. As inovações financeiras nos serviços de pagamento e no desenvolvimento de canais de crédito não-bancário, com crescente interação entre os mercados de crédito e de capitais, afetam a condução da política monetária, restringindo ainda mais a sua influência.¹⁰⁷

¹⁰⁵ Goodhart (1984b, op. cit.) aponta que a administração do passivo torna inoperante o controle do Banco Central sobre o crédito bancário no curto prazo (6 meses a 1 ano), através do aumento da taxa de juros ou de controles diretos, em função da inelasticidade aos juros da demanda por crédito e da reação demorada dos próprios bancos a medidas de política econômica.

¹⁰⁶ GOODHART (1989), op. cit., cap. 6.

¹⁰⁷ Sobre este ponto, consultar GOODHART (1984b, op. cit.). Chick (1979, op. cit.) destaca Gurley e Shaw como precursores imediatos do Relatório Radcliffe a respeito da controvérsia sobre a exclusividade do sistema bancário comercial quanto à criação de crédito e seus impactos ao nível da operacionalidade da política monetária. O objetivo de Gurley e Shaw era demonstrar que, no pós-guerra, o crescimento dos intermediários financeiros não-bancários exigia uma reavaliação dos instrumentos da política monetária.

É importante ressaltar que tais mudanças tornam virtualmente impossíveis os controles quantitativos por parte do Banco Central sobre a base monetária e o crédito. As mudanças estruturais reforçam o equívoco monetarista de conduzir a política monetária em termos de âncoras monetárias.

1.5.3 A política de juros e a administração das reservas bancárias

A recuperação do debate pós-keynesiano permitiu resgatar fatores que problematizam a política de controle quantitativo de agregados monetários, dentre eles o desenvolvimento do sistema de crédito, a administração do passivo e as inovações financeiras, tanto as introduzidas para eludir os requisitos de reservas estabelecidos pelo Banco Central, quanto as introduzidas no sistema de pagamentos. As transferências eletrônicas de fundos impõem maior flexibilidade na conversão das quase-moedas em moeda-transação, e a generalização do uso de cartões de pagamento reduz a reserva ociosa de moeda necessária para a efetivação das transações.

Ademais, a instabilidade da demanda de moeda, associada à sua função reserva de valor, se explicita na variação da velocidade de circulação da moeda. Em condições de incerteza e de preferência pela liquidez, os agentes aumentam a demanda por quase-moedas, ativando o giro da moeda-transação. O papel do Banco Central como emprestador em última instância, garantindo o valor patrimonial dos ativos, também expressa os limites do controle monetário quantitativo diante da necessidade de garantir a liquidez sistêmica.

As abordagens de Minsky e Rousseas destacam o papel ativo dos bancos na determinação endógena das condições de liquidez, mesmo num contexto de política monetária restritiva com juros em elevação. A hipótese que fundamenta a inclinação positiva da curva de oferta de moeda (no espaço juros-moeda) é que o Banco Central não acomoda plenamente as reservas no curto prazo, forçando as instituições financeiras a captarem recursos a um custo crescente. Estes autores questionam, desta forma, a hipótese da perfeita elasticidade do acesso às reservas junto ao Banco Central, que fundamenta a curva de oferta de moeda horizontal na abordagem acomodatória.

Na prática, é possível definir várias curvas de oferta de moeda no espaço juros-moeda, em função dos mercados atacadista e varejista e do prazo tomado como referência. Quanto à relação entre bancos e clientes, embora os bancos fixem o preço dos empréstimos, a curva de oferta de moeda é, em geral, positivamente inclinada, em

função da ação discricionária dos bancos na concessão de empréstimos, dadas as condições de rentabilidade bancária e/ou do risco do credor. No limite, o crédito bancário pode tornar-se inelástico (ou plenamente elástico) às condições de demanda por financiamento. Quanto à relação bancos/Banco Central, a ameaça de crise de liquidez pode tornar o acesso às reservas do Banco Central plenamente elástico. Assim, a curva de oferta de moeda do mercado atacadista pode tornar-se horizontal: o preço das reservas adicionais sendo determinado pelo Banco Central.

Nesse contexto, deve-se chamar a atenção para o poder assimétrico do Banco Central na regulação das reservas bancárias (mercado aberto, redesconto, compulsório). Isto se expressa no fato de que enquanto o Banco Central pode aumentar as reservas à disposição das instituições financeiras, muitas vezes vê-se impossibilitado de reduzi-las de maneira a manter a estabilidade financeira. **Na abordagem pós-keynesiana o poder do Banco Central é limitado, na medida em que a gestão monetária não pode ser analisada negligenciando-se as suas conseqüências políticas e econômicas.**

Embora os economistas que defendem a endogeneidade da moeda apresentem diferenças nos seus argumentos, todos estão de acordo em relação ao instrumento adequado para operar a política monetária. Nas palavras de Chick:

"Perseguir uma meta quanto à oferta monetária é, portanto, perda de tempo; se a política tiver que ser efetiva, é através da taxa de juros, não da moeda."¹⁰⁸

Quanto à política de juros, cabe resgatar a importância do papel da administração da taxa nominal de juros de curto prazo pelo Banco Central como instrumento através do qual a Autoridade Monetária administra as reservas bancárias. A endogeneidade da moeda não implica ausência de política monetária: sua principal variável dinâmica é a taxa de juros de curto prazo. A importância do redesconto *vis à vis* o mercado aberto irá depender das características institucionais de cada economia.

As teorias sobre taxa de juros dividem-se, convencionalmente, em duas correntes: as teorias baseadas nos fundos dos empréstimos e as baseadas na preferência pela liquidez. Assim, a teoria de juros neoclássica aparece vinculada aos fluxos de poupança e de investimento, associando o juro a uma recompensa pela espera, ou, ainda, à abstenção do consumo. Ao fazer a crítica à teoria clássica do juro, Keynes: 1. afirma que a igualdade *ex post* entre poupança e investimento decorre da variação do nível de renda; 2. destaca o papel das expectativas na determinação das taxas de juros, alertando para

108 CHICK (1979), op. cit., p. 84.

seu caráter convencional e psicológico nos mercados financeiros; 3. apresenta a taxa de juros como o prêmio pela renúncia à liquidez, com a preferência pela liquidez determinando a escolha do público por moeda ou ativos que rendam juros.¹⁰⁹

Alguns pós-keynesianos questionam a validade, num contexto de curto prazo, das conclusões de Keynes sobre a determinação da taxa de juros na *Teoria Geral*. Na interpretação de Moore,¹¹⁰ Keynes, no *Treatise*, sugere que a taxa de juros de curto prazo é determinada pela política monetária, enquanto que na *Teoria Geral* teria apresentado a determinação da taxa de juros de longo prazo baseada na teoria da preferência pela liquidez. Outros pós-keynesianos, no entanto, procuram conciliar a teoria da moeda endógena com a teoria da preferência pela liquidez na determinação da taxa de juros de curto e de longo prazos.¹¹¹

Na prática, a administração da taxa nominal de juros de curto prazo se dá dentro de certos limites que resultam da combinação das forças endógenas do mercado (preferência pela liquidez) e da reação das Autoridades Monetárias. O poder discricionário do Banco Central na determinação da taxa de juros de curto prazo e sua influência nas taxas de longo prazo dependem das características do marco institucional, no qual se destacam as expectativas e estratégias das instituições financeiras.¹¹² Qualquer relação da taxa de juros de longo prazo com o equilíbrio entre poupança e investimento é incompatível com a incerteza e o caráter monetário da taxa de juros.

Em geral, no curto prazo, a demanda por reservas das instituições financeiras é muito inelástica, e a administração da taxa de juros de curto prazo pelo Banco Central no mercado monetário explicita as condições de suprimento das necessidades de liquidez do sistema. Ademais, o comportamento da estrutura de taxas de juros fundamenta-se na incerteza e na existência de múltiplas avaliações, que se expressam em expectativas diferenciadas quanto ao risco e rentabilidade esperados num contexto de imperfeita substitutibilidade entre os ativos.¹¹³ A prática recente de taxas de juros flutuantes -

109 KEYNES, J. M. (1936). *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro*. ed. de 1983, Abril Cultural, São Paulo, Coleção Os Economistas, capítulos 13, 14 e 15. Para uma revisão das teorias dos juros, consultar BIANCHI, C. (1977). *Teorias da moeda* Lisboa: Presença, cap. 3, 142 p. e COSTA, F. (1992a) *Ensaio de economia monetária*. São Paulo, Biental/Educ., cap. 4.

110 MOORE (1988), op. cit., p. 247-54.

111 WRAY (1990), op. cit.

112 A relação entre as taxas de curto e longo prazos é fortemente condicionada pelo marco institucional, no qual se destaca a influência relativa das taxas praticadas nas operações de curto prazo, no mercado monetário, sobre as taxas alternativas de longo prazo.

113 Ver a esse respeito GOODHART (1989), op. cit., p. 239-251. O ponto questionável da argumentação do autor é a apresentação da taxa de juros de longo prazo enquanto uma taxa real

repactuadas no curto prazo - associa-se à perda de significado de uma taxa de juros de longo prazo e, portanto, à crescente incapacidade de a Autoridade Monetária exercer influência sobre a estrutura de taxas.

Considerando que o comportamento dos agentes no mercado financeiro depende de avaliações convencionais¹¹⁴ sujeitas a mudanças abruptas e sem base sólida, o Banco Central procura, na sua gestão diária, colocar limites a tal volatilidade dos mercados financeiros, sinalizando o comportamento da taxa de juros de curto prazo. No entanto, a taxa de juros de curto prazo, administrada pelo Banco Central, não se confunde com a determinação de uma âncora do sistema, no sentido da taxa natural de Wicksell.¹¹⁵ Esta taxa de juros de longo prazo é determinada pelos lucros sobre o capital, que, por sua vez, dependem da produtividade e da abundância relativa do capital existente.

Na visão pós-keynesiana, o Banco Central não tem poder para, através da administração da taxa de juros, controlar a estrutura da demanda e os preços dos ativos, de forma a viabilizar o crescimento estável do sistema, garantindo uma estrutura de preços relativos compatível com a escassez dos ativos e com o pleno emprego. A política monetária ativa refere-se à administração da taxa de juros nominal e de curto prazo pelo Banco Central. Os juros reais são um resultado (*ex post*). No entanto, a taxa real *ex post* pode ser diferente da taxa real *ex ante*, que é a relevante para tomar decisões. Em outras palavras, a taxa monetária de juros incorpora expectativas quanto à evolução dos preços futuros. Assim, uma elevação da taxa monetária de juros pode indicar uma previsão de elevação da inflação. Todavia, a previsão pode frustrar-se e a taxa real *ex post* ficar abaixo da taxa real *ex ante*.

Num contexto de incerteza, o mercado financeiro procura antecipar as decisões da Autoridade Monetária, de maneira a obter ganhos de arbitragem. Nesse movimento, embora o Banco Central não possa impedir as alterações súbitas de expectativas, que se manifestam nas mudanças dos preços dos ativos independentemente da política monetária, pode, através da política de juros e da utilização das reservas, influenciar o comportamento das instituições financeiras. A política monetária envolve o manejo do nível de reservas e do seu preço.

A influência do Banco Central depende do impacto da sua política de juros de curto prazo, e da política de reservas a ela associada, sobre as expectativas das

(GOODHART, 1989, p.221), com o que retoma a determinação neoclássica da taxa de juros pela poupança e investimento.

114 KEYNES (1936), op. cit., cap. 12.

115 WICKSELL (1990), op. cit.

instituições financeiras. Em geral, as instituições financeiras apresentam comportamento convencional e seguem a taxa de juros determinada pelo Banco Central para fixar os seus preços.¹¹⁶ Cabe destacar que, nesse processo, as estratégias de concorrência das instituições financeiras impedem uma guerra de preços. As instituições financeiras adotam uma estratégia defensiva, evitando perder participação no mercado, o que poderia resultar do surgimento de desconfiança em relação à solvência de qualquer instituição financeira, na medida em que praticasse taxas substancialmente mais elevadas de captação. Por outro lado, o aumento das taxas de captação não poderia ser repassado às taxas dos empréstimos, sob pena da perda de clientes. De fato, as armas da concorrência no mercado financeiro são a propaganda, a diferenciação de produtos e serviços e a negociação das taxas com os grandes clientes.

Ao nível da operação do sistema financeiro, pode-se afirmar que as diferentes taxas de captação e de aplicação de recursos praticadas pelos intermediários financeiros resultam da arbitragem, fundamentada em expectativas, levando em conta, no curto prazo, a taxa administrada pelo Banco Central como a taxa básica do sistema. Nas operações de crédito, a esta taxa, os intermediários financeiros adicionam um *mark-up* que reflete as condições de concorrência, risco e rentabilidade.¹¹⁷ A oferta de crédito por parte dos bancos não é infinitamente elástica e o preço das operações de crédito corresponde a um preço administrado pelas instituições financeiras, que não reflete os fluxos de poupança e investimento.

1.6 CONCLUSÃO: ELEMENTOS CENTRAIS DA TEORIA DA ENDOGENEIDADE DA MOEDA

A essência do debate quanto à endogeneidade/exogeneidade da moeda reside:

1. na defesa, por parte de Friedman e dos monetaristas, da exogeneidade da moeda, associada à capacidade de o Banco Central exercer controle direto e quantitativo sobre os agregados monetários, controlando, assim, o nível de preços. Rejeita-se a ação discricionária da Autoridade Monetária através da política de juros, em favor da adoção de uma regra estável de programação monetária, ou ainda, de uma âncora nominal;
2. na defesa, numa abordagem pós-keynesiana, da endogeneidade da moeda, que deve ser apreendida a partir da análise das causas da variação da quantidade de moeda

¹¹⁶ Keynes, no *Treatise*, alertara para o caráter convencional do comportamento dos bancos, seguindo, em geral, a política de juros do Banco Central (KEYNES, 1971b, op. cit., livro 7, cap. 31). Nesse sentido, Dow and Saville (1990, op. cit., p. 55) apontam que as instituições financeiras atuam em bloco.

¹¹⁷ MOORE (1988), op. cit. e ROUSSEAS (1986), op. cit.

ofertada, o que envolve a revisão da relação entre as instituições financeiras, os seus clientes e o Banco Central.

A teoria da endogeneidade da moeda deve rejeitar todo o arcabouço teórico quantitativista. A importância das decisões quanto à avaliação da riqueza, sob condições de incerteza, é crucial como ponto de partida da dinâmica macroeconômica: a dinâmica monetária é uma resultante das decisões sobre a composição ativa dos *portfolio* dos agentes econômicos e de suas condições de financiamento. Decisões não-coordenadas, incerteza e instabilidade da demanda monetária são centrais numa teoria da endogeneidade da moeda. A teoria pós-keynesiana, em contraposição à teoria monetarista, enfatiza que, numa economia de decisões descentralizadas e intrinsecamente sujeita a flutuações cíclicas, não há tendência auto-reguladora para atingir a estabilidade ou o pleno emprego. Em particular, a demanda de moeda torna-se mais instável quando aumenta a incerteza, reforçando a preferência pela liquidez.

Numa abordagem pós-keynesiana, deve-se enfatizar, por um lado, que a demanda e a oferta monetárias são interdependentes, ou seja, não é possível pensar em excessos de oferta monetária. Por outro, a demanda de moeda não cria automaticamente a oferta de moeda efetiva. Há, neste particular, que considerar os próprios condicionantes da oferta, principalmente as estratégias bancárias e a gestão do Banco Central. Com efeito, a teoria da endogeneidade da moeda é compatível com a ação discricionária dos bancos na concessão de crédito, com as inovações financeiras e com as variações da velocidade de circulação da moeda, além de incorporar os conflitos inerentes à gestão monetária e sua influência via taxa de juros.

A teoria da endogeneidade da moeda fundamenta-se, contemporaneamente, em grande parte, na relação contratual entre créditos e débitos, conquanto destaca o papel das estruturas financeiras. Neste particular, a noção de liquidez torna-se fundamental, na medida em que as condições de financiamento tomam como referência um conceito amplo de moeda, que varia conforme as determinações institucionais. O conceito de estado geral de liquidez refere-se, portanto, aos fluxos de débito e crédito, que expressam as relações entre firmas financeiras, não-financeiras e o próprio Estado.

A teoria da endogeneidade retoma a importância do papel dos bancos no sancionamento das decisões de gasto, podendo colocar, inclusive, limites à sua taxa de expansão. Distingue o planejamento da decisão de gasto e a sua efetivação, além da oferta potencial de crédito e a contratação efetiva. A teoria da moeda endógena incorpora, na análise das estruturas financeiras, aspectos da concorrência e de conflitos

na dinâmica monetária. A ênfase nas transformações do sistema monetário através das inovações financeiras e a capacidade de as relações financeiras desestabilizarem o mundo real, remetem às pressões competitivas entre as instituições financeiras, determinadas pelas suas estratégias de valorização, e colocam em questão as funções de controle e suporte exercidas pelo Banco Central. A teoria da endogeneidade da moeda fundamenta-se numa base microeconômica de natureza dinâmica, apresentando novos fundamentos para a explicação da determinação dos agregados monetários. Por último, assume que a Autoridade Monetária, através da política de juros, pode intervir na dinâmica monetária, exercendo influência, mas não controle. No entanto, tal influência é limitada, na medida em que a Autoridade Monetária não coordena as decisões dos agentes privados.

Importa destacar que há relações de conflito entre a esfera privada e a gestão estatal da moeda, impedindo a definição de regras quantitativas para a prática da política monetária. As intervenções do Banco Central na dinâmica monetária, garantindo a liquidez do sistema e evitando a desvalorização patrimonial, expressam a dimensão capitalista da gestão da riqueza.

No próximo capítulo, procuro desenvolver a influência exercida pela Autoridade Monetária na dinâmica monetária, avaliando os mecanismos de transmissão da política monetária. Analiso, também, os limites da influência e a autonomia relativa da política de juros.

CAPÍTULO 2 OS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA E A CAPACIDADE REGULATÓRIA DO ESTADO

2.1 INTRODUÇÃO

A política monetária situa-se no centro das discussões econômicas contemporâneas, questionando-se o seu papel na estabilização dos processos inflacionários e nos esforços de coordenação das políticas macroeconômicas. Ganham destaque as divergências existentes entre as escolas de pensamento econômico quanto à análise dos mecanismos de transmissão da política monetária. O meu objetivo neste capítulo é desenvolver uma proposta pós-keynesiana sobre os mecanismos de transmissão da política monetária, destacando os limites da capacidade regulatória do Estado através da política de juros.

Na primeira parte do capítulo, apresento o mecanismo de transmissão da política monetária monetarista. Resgato, em primeiro lugar, o mecanismo dos saldos reais na abordagem de Friedman. A incapacidade de a política monetária afetar de maneira permanente o nível de produto real da economia, sem comprometer a estabilidade de preços, é o fundamento da defesa da condução da política monetária através de "regras" e da rejeição de políticas monetárias anticíclicas. Nesse quadro teórico, as relações entre o financiamento da atividade econômica e a política monetária desdobram-se em duas questões analíticas. A primeira, procura recuperar o impacto sobre a eficiência alocativa da política monetária, incorporando a sua dimensão creditícia na linha desenvolvida pela teoria da liberalização financeira. A segunda, destaca a análise dos impactos externos dos desequilíbrios internos entre a poupança e o investimento *ex ante*, tal como aparece no enfoque monetário do balanço de pagamentos. Os fundamentos dessa abordagem reforçam, como veremos, a autonomia da política monetária em relação às políticas fiscal e cambial.

Na segunda parte do capítulo, esboço, em primeiro lugar, os mecanismos de transmissão da política de juros sobre preços e gastos numa abordagem pós-keynesiana, destacando a não-neutralidade da política monetária. Defendo a tese de que as estratégias microeconômicas, no processo de valorização do capital e em condições de incerteza, não só limitam a influência da política de controle monetário geral, como, também, condicionam a sua evolução, determinando a necessidade de uma política monetária seletiva.

Na análise da relação entre liquidez-juros-preços, adoto como ponto de partida as decisões microeconômicas sobre a formação de preços, rejeitando o papel causal atribuído à moeda (liquidez). No entanto, a política monetária, através da taxa de juros, pode exercer influência ativa na dinâmica inflacionária. Quanto à relação liquidez-juros-gasto, assumo que os determinantes das decisões de gasto e de suas condições de financiamento limitam o poder e condicionam a evolução da gestão monetária. Na abordagem pós-keynesiana a dinâmica macroeconômica de natureza monetária resulta das decisões microeconômicas e deve ser pensada no marco das relações entre Banco Central, instituições financeiras e não-financeiras.

A teoria da fragilidade financeira desenvolvida por Minsky permite resgatar o papel ativo das instituições financeiras e o caráter assimétrico do impacto da política de juros sobre o gasto. Como corolário torna-se necessário direcionar os fluxos de crédito numa perspectiva de crescimento econômico com maior estabilidade financeira. Destaco, assim, a dimensão creditícia da política monetária numa abordagem pós-keynesiana, em contraposição ao papel da política monetária na teoria da liberalização financeira.

A última questão analítica examinada no marco dos mecanismos de transmissão da política monetária, na linha pós-keynesiana, diz respeito à interdependência das políticas macroeconômicas (fiscal, monetária e cambial). Defendo a tese de que a forma que assume a relação Tesouro/Banco Central e o manejo da taxa de câmbio retiram graus de liberdade à política monetária interna, o que se traduz na definição de faixas de flutuação para a administração dos juros pelo Banco Central. A partir da análise dos condicionantes da gestão monetária, reavalio a relação entre as políticas macroeconômicas suposta pela abordagem monetarista.

2.2 MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NA ABORDAGEM MONETARISTA

2.2.1 Política monetária e mecanismo dos saldos reais segundo Friedman

O mecanismo direto de transmissão da política monetária tem seu passado nas primeiras versões da Teoria Quantitativa da Moeda e resume-se ao impacto da quantidade de moeda sobre a renda nominal.¹¹⁸ Friedman retoma a mesma proposição,

¹¹⁸ Para uma recuperação das versões da Teoria Quantitativa da Moeda, desde o século XVI, consultar SCHUMPETER, J. (1964). *História da Análise Econômica*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura e HUMPHREY, T. H. (1974), op. cit.

ênfatizando os efeitos da política monetária sobre as variáveis reais e nominais, distinguindo o curto do longo prazo.¹¹⁹

Friedman, na análise do mecanismo de transmissão, parte do estado de equilíbrio da economia com crescimento da renda real *per capita*, do estoque nominal de moeda e do nível de preços a taxas anuais constantes. Assume que um aumento inesperado do estoque nominal de moeda desloca a economia do caminho de equilíbrio.¹²⁰ Supondo que a expansão monetária seja resultado das operações de mercado aberto (através de compras de títulos pelo Banco Central), haverá impactos nos *portfolio* dos bancos comerciais e do público. No caso dos títulos pertencerem ao público, haverá uma adição de moeda nos seus *portfolio* de caráter temporário até a tomada de novas decisões, podendo, num primeiro momento, ir para os bancos comerciais na forma de depósitos. Se os vendedores de títulos forem os próprios bancos comerciais, o aumento de reservas decorrente da venda de títulos representará uma forte expansão monetária, dada a estabilidade do multiplicador dos meios de pagamento. Nos dois casos, os bancos comerciais ficarão mais líquidos, aumentarão seu nível de reservas, podendo expandir os empréstimos para as empresas não-financeiras e famílias.

Entretanto, tanto os bancos comerciais como o público procuram uma diversificação das aplicações em diferentes ativos, aumentando suas aplicações em títulos de renda fixa, com o que se verifica uma pressão alista sobre os seus preços. A seguir, aumenta a demanda por outros ativos mais rentáveis e de maior risco, tais como ações e imóveis. Há, como consequência, um aumento relativo da riqueza em relação à renda em função da elevação geral dos preços dos ativos financeiros. Tal elevação induz à diversificação dos *portfolio* para ativos não-financeiros, ao tornar mais barata a aquisição de bens e serviços correntes, inclusive bens de capital. Assim, o estímulo monetário inicial expande-se para os mercados de bens e serviços.

É possível destacar algumas questões centrais na recuperação do mecanismo de transmissão na abordagem de Friedman:

1. os agentes econômicos possuem uma carteira diversificada de ativos;

119 A ausência de concorrência em certos mercados, com o surgimento de monopólios e oligopólios, poderia acarretar aumentos de preços de certos produtos, sem que isso, no entanto, afetasse necessariamente o nível geral de preços. Este seria determinado sempre pela oferta de moeda. Consultar FRIEDMAN, M. ; SCHWARTZ, A. J. (1963), op. cit.

120 O choque monetário pode ser, por exemplo, resultado de operações de mercado aberto, gastos do governo financiados através da expansão monetária, aumento da participação dos depósitos à vista no total dos meios de pagamento ou queda da participação das reservas bancárias no total dos depósitos. Ver FRIEDMAN, M. e SCHWARTZ, A. J. (1963), op. cit.

2. os bancos comerciais exercem papel-chave no intenso processo de expansão monetária através da expansão de empréstimos. O excesso de moeda dos agentes que negociaram seus ativos financeiros no mercado aberto reforça as reservas líquidas dos bancos comerciais;

3. o estímulo monetário impacta, inicialmente, no mercado financeiro, afetando os preços dos títulos e das ações e, somente depois, passa a afetar os fluxos correntes de recursos reais através dos gastos em compras de bens e serviços. Esta última passagem do mecanismo de transmissão, quando o impacto monetário inicial se desdobra para o lado real da economia, constitui para Friedman o *turning point* da análise;

4. o processo como um todo está associado a um aumento geral de preços financeiros e não-financeiros - fatores de produção e bens e serviços finais - em função da expansão de demanda monetária. O resultado final é uma queda real dos preços dos ativos financeiros, elevando o nível da estrutura de taxas nominais de juros.

Em suma, o impulso monetário inicial é desequilibrador, desviando a economia em relação ao caminho idealizado de equilíbrio. O retorno à estabilidade envolve um processo de ajustamento cíclico.¹²¹ Para o autor, as flutuações cíclicas resultam de alterações de *portfolio* que envolvem ajustes dos estoques correntes em relação aos desejados. A variação na taxa de crescimento do estoque nominal de moeda acaba gerando um fluxo de produção nova de bens e serviços responsável pelas flutuações cíclicas. Esta conclusão teórica corrobora, portanto, as evidências empíricas encontradas por Friedman sobre a relação entre a moeda e as flutuações dos níveis de produto, particularmente às associadas às *major fluctuations*. Este autor rejeita as teorias de ciclo que consideram o investimento ou, de uma forma mais geral, o gasto autônomo (via multiplicador do investimento), o motor das flutuações cíclicas. Friedman, portanto, atribui papel-chave à moeda na teoria dos ciclos econômicos, defendendo uma teoria monetária dos ciclos. Critica, assim, a concepção da moeda como efeito. A variação da oferta de moeda exógena exerce papel causal, dada a sua independência em face da demanda.

A descrição do processo de ajustamento de *portfolio*, a partir de uma variação da quantidade de moeda ofertada, remete à análise dos impactos das decisões do público quanto ao estoque de saldos reais. Segundo Friedman, as hipóteses que fundamentam os ajustamentos entre os encaixes efetivos e os desejados são: 1. a estabilidade da demanda de moeda (e da velocidade de circulação da moeda) em relação à renda permanente; 2. a

121 Ibidem, p.62

substitutibilidade da moeda *vis à vis* os outros ativos e, 3. a baixa elasticidade da demanda de moeda à taxa de juros.

A estabilidade da demanda de moeda por saldos reais faz com que os detentores de ativos financeiros sobrevalorizem o excesso de moeda e reavaliem seus estoques de ativos iniciais. O desdobramento do impacto monetário sobre o lado real da economia afeta a renda real, os preços e a renda nominal no curto prazo. O nível da renda real no longo prazo é independente da oferta de moeda, enquanto modificações no nível de renda nominal no longo prazo são provocadas por variações na oferta de moeda, originadas, em última instância, pela ação discricionária das Autoridades Monetárias.

Nessa abordagem, há o pressuposto de que existe uma relação causal, direta e previsível, entre a oferta monetária e a renda nominal. Na análise do processo de ajustamento entre encaixes efetivos e desejados apresentado por Friedman, destacam-se os mecanismos diretos e indiretos de transmissão da política monetária. No processo de ajustamento de *portfolio*, a pressão por ativos financeiros eleva os seus preços, reduzindo a taxa de juros, o que induz uma elevação dos gastos em investimento. Simultaneamente, expandem-se os gastos em bens de consumo.

Um aumento exógeno na oferta de moeda, acima do encaixe desejado, leva a uma elevação na demanda e, portanto, nos preços dos ativos reais e financeiros. A variação do nível de preços e/ou da renda nominal permite adequar o novo estoque nominal de moeda à demanda de moeda desejada. Este resultado se explica pela baixa elasticidade-juro da demanda de moeda, sugerida - na opinião de Friedman - pela evidência empírica.¹²² Em outras palavras, pela ausência do efeito substituição entre a moeda demandada pelo motivo transacional e os outros ativos financeiros, é a variação do nível de renda nominal que explica o ajuste entre os estoques no mercado monetário.¹²³ A esse respeito, Rogers (1989), afirma:

"...a abordagem de Friedman reflete uma decisão baseada em considerações empíricas e não teóricas. A relação entre moeda e renda é considerada, neste contexto, mais direta que a influência através da taxa de juros. A falta de investigação do elo via taxa de juros por Friedman traz dificuldades na explicação do processo de oferta de moeda ou do mecanismo de transmissão."¹²⁴

122 Ver a esse respeito FRIEDMAN, M. (1959a). Statement on monetary theory and policy. In: Employment, growth and prices levels. Washington, D.C., US Government Printing Office, p. 605-612 e LIMA (1986), op. cit., p. 171-172.

123 MORGAN, B. (1978). Monetarists and Keynesians - their contribution to Monetary Theory. London: MacMillan, p. 89.

124 ROGERS, C. (1989). Money, interest and capital. Cambridge: Cambridge University Press, p. 147.

O exame dos efeitos da política monetária envolve também a análise da maneira pela qual os agentes privados formam expectativas e reagem às variações na quantidade de moeda ofertada. Friedman chamou a atenção para a importância das expectativas na análise dos mecanismos de transmissão, ao afirmar que os agentes econômicos formavam expectativas com base na experiência passada. Diante da alteração do ritmo de variação da oferta monetária, a reação dos agentes explicita o descompasso entre a inflação prevista e a observada. No interior da ortodoxia, a hipótese das expectativas adaptativas foi sendo superada pela hipótese das expectativas racionais, pois, manter expectativas ancoradas no passado, mesmo em face de mudanças radicais, errando sistematicamente, contradiz o postulado da racionalidade.

O modelo das expectativas racionais, inicialmente desenvolvido por Muth¹²⁵, afirma que os agentes econômicos utilizam todas as informações disponíveis em suas previsões sobre o futuro e que, com base nessas informações, conseguem, em média, formular previsões corretas. Tais previsões somente se frustrariam caso ocorressem desvios estocásticos, ou seja, choques imprevisíveis ou aleatórios. Nessa visão, mudanças na oferta monetária somente podem afetar os níveis de produção e emprego se forem inesperadas.

Aceitando a noção de expectativas racionais, a única explicação para a persistência do processo inflacionário seria a crença dos agentes econômicos de que as Autoridades Monetárias continuariam a provocar inflação através da emissão monetária. Uma diferença central em relação à argumentação de Friedman é que, no modelo das expectativas racionais, os efeitos da política monetária podem ser analisado na ausência do *real balance effect*.¹²⁶ Em outras palavras, os agentes racionais são capazes de captar o sentido das ações sistemáticas de política monetária, fazendo com que estas somente tenham impactos nominais. As expectativas homogêneas e unânimes fazem com que haja uma absorção (antecipação) instantânea das variações da oferta monetária na evolução dos preços nominais.

Friedman nega, também, a viabilidade de uma política monetária anticíclica através do impacto de uma expansão monetária sobre o nível de desemprego.¹²⁷ Justifica sua posição em função do caráter temporário do *trade-off* entre inflação e desemprego.

125 MUTH, J. (1961). Rational expectations and the theory of price movements. *Econometrica*, v.29, n.3, p. 315-335, jul.

126 Ver a esse respeito a introdução de SWEENEY, Richard J. (1988). *Wealth effects and monetary theory*. New York: Basil Blackwell.

127 FRIEDMAN, M. (1968), op. cit.

ao contrário do que supõe a Curva de Phillips. O caráter temporário advém dos efeitos da inflação não antecipada sobre as decisões no mercado de trabalho. O nível de emprego aumenta em função dos efeitos simultâneos do aumento *esperado* do salário real pelos trabalhadores (equivocados pela ilusão monetária resultante do aumento puramente nominal) e pela queda do salário real verificado *de fato* pelos empresários. Tais movimentos se justificam pela defasagem temporal dos reajustes dos preços dos bens finais e dos fatores de produção.

Entretanto, os salários reais constatados *a posteriori* pelos trabalhadores terão impacto sobre os salários reais antecipados para os períodos seguintes, revertendo o movimento expansionista do nível de emprego. O afastamento da taxa de desemprego efetiva em relação à taxa natural não se sustenta, a não ser com mais expansão monetária e, portanto, mais inflação. Desta forma, qualquer tentativa de afetar a taxa real de desemprego através de uma política de taxa de juros mais baixa que a taxa natural tem impactos temporários sobre a renda real e impactos mais duradouros sobre as expectativas inflacionárias.¹²⁸

O autor diferencia a demanda e a oferta de moeda, que, segundo a Teoria Quantitativa da Moeda, determinam o nível geral de preços, da demanda e da oferta de crédito, que determinam a taxa de juros. Associa a demanda e a oferta de crédito aos fluxos de poupança e investimento, mantendo-se na tradição das teorias dos fundos emprestáveis. Considera que a taxa (natural) de juros é um fenômeno real. As tentativas de utilizar a política monetária para expandir o emprego através da utilização da taxa de juros, somente afetam, no longo prazo, o nível geral de preços. A taxa natural de desemprego é determinada por fatores reais, tais como progresso tecnológico, mudança na estrutura de preços relativos, distribuição de recursos, ou, ainda,

"... a eficácia do mercado de trabalho, o nível de competição ou de monopólio, os obstáculos ou incentivos ao trabalho em várias ocupações, e assim por diante."¹²⁹

Diante da impossibilidade de afetar de forma permanente a taxa natural de desemprego, Friedman defende, nas recomendações de política monetária, que o crescimento do estoque de moeda deve seguir uma regra determinada pelo Banco Central e que a taxa de juros e a taxa de câmbio devem ser flexíveis. Condena, também, as políticas fiscais anticíclicas, visto que a estabilidade do padrão de despesas e receitas do

¹²⁸ Ibidem, p. 11.

¹²⁹ FRIEDMAN, M. (1985). Inflação e desemprego: a novidade da dimensão política. *Literatura Económica*, v. 7, n. 3, p. 381-408, p. 390, (originais de 1976).

governo contribui para a estabilidade das expectativas privadas. Afirma que a natureza monetária da inflação requer uma estratégia de regulação da massa monetária para a obtenção da estabilidade dos preços. A recessão e o desemprego são os custos da estabilização no curto prazo, de maneira que a economia encontre seu estado de pleno emprego com estabilidade de preços no longo prazo. A demora em atingir tal estado expressa os *time lags* envolvidos na operação da política monetária. No processo de revisão e análise das políticas monetárias adotadas há um intervalo inevitável entre a necessidade de correção e o reconhecimento dessa necessidade por parte da Autoridade Monetária, o que torna problemáticas e imprevisíveis as conseqüências das medidas adotadas.¹³⁰ Em outras palavras, a existência de longos e variáveis hiatos na relação entre moeda, renda e preços, assim como a defasagem na percepção desses hiatos, pesa contra o uso discricionário da política monetária.

O mecanismo de transmissão, na abordagem monetarista, ressalta a influência direta da quantidade de moeda sobre a renda nominal e os preços. Supõe que as estruturas financeiras são passivas, adotando o modelo de intermediação de fundos emprestáveis.¹³¹ Nesta linha de argumentação, a teoria da liberalização financeira desenvolve, como veremos na seção a seguir, os impactos da política monetária sobre a eficiência alocativa do sistema econômico. Esta concepção sobre a natureza do sistema financeiro colide com a análise pós-keynesiana, na qual a demanda por liquidez dos agentes econômicos e as estratégias de concorrência dos intermediários financeiros, bancários e não-bancários afetam a disponibilidade de financiamento a despeito da poupança prévia.

2.2.2 Financiamento, eficiência alocativa e política monetária na teoria da liberalização financeira

O problema das baixas taxas de juros reais destacado pela teoria da repressão financeira, corresponde a uma crítica à operação da política monetária através da política creditícia. Essa teoria exerceu, de fato, considerável influência nas recomendações de política econômica do FMI e do Banco Mundial para os países em desenvolvimento.

¹³⁰ Dado que os efeitos da moeda sobre a atividade econômica envolvem *time-lags*, as flutuações cíclicas podem ser agravadas. Ver FRIEDMAN, M. (1961). The lag in the effect of monetary policy. *Journal of Political Economy*, out., e FRIEDMAN, M. (1964). Note on lag in effect of monetary policy. *American Economic Review*, set.

¹³¹ A esse respeito consultar CACY, J. A. (1970). Alternative approaches to the analysis of the financial structure. In: MITTRA, op, cit, p. 99-195.

Nessa abordagem teórica, a evolução da taxa real de juros pode gerar distorções no sistema de preços, reduzindo o tamanho relativo do setor financeiro e a taxa real de crescimento. Estabelece-se uma associação estreita entre a evolução da taxa real de juros, a poupança macroeconômica, o tamanho da intermediação financeira e o ritmo de crescimento econômico.¹³² Ao avaliar os desajustes dos mercados financeiros dos países em desenvolvimento, dá ênfase às distorções provocadas pela política monetária, ao fixar a taxa de juros abaixo do seu nível de equilíbrio (taxa natural). Entrementes, vê-se dificultado o aprofundamento financeiro, isto é, o aumento da **poupança financeira** nessa economia. Enfatiza, também, o caráter segmentado dos mercados financeiros e a baixa eficiência econômica, derivados do controle do governo, principalmente sobre os mercados de crédito. Diante das taxas reais de juros negativas dos depósitos junto aos aplicadores e dos tetos de juros nas operações de empréstimos, o efeito final da intervenção do Estado é uma redução dos fundos emprestáveis e uma má alocação de recursos.

Entendo que a mobilidade de recursos entre unidades superavitárias e deficitárias (famílias e empresas) e a passividade das estruturas financeiras são elementos constitutivos do modelo de intermediação financeira subjacente à teoria da liberalização financeira, no qual a intervenção do Estado provoca os desajustes no processo de poupança-investimento no longo prazo. As tentativas de utilizar políticas monetárias e financeiras inadequadas comprometem a evolução da estabilidade.

Em suma, num quadro de repressão financeira, combinam-se taxas de juros nominais fixas e/ou baixas com altas e crescentes taxas de inflação. Sugere-se a liberalização financeira - extinção dos controles sobre as taxas de juros, o crédito bancário e as relações externas - de maneira a superar os constrangimentos sobre o processo de investimento e crescimento. A liberalização é entendida como condição para superar a ineficiência da intermediação financeira.

132

A esse respeito ver FRY, M.J. (1982). Models of financially repressed developing economies. *World Development*, v. 10, n. 9, p. 731-50 e McKINNON, R. I. (1974). *Dinero y capital en el desarrollo económico*. México, D.F., Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, (originais de 1973). McKinnon defende a tese da complementariedade entre dinheiro e capital. Critica, em particular, algumas hipóteses adotadas por autores neoclássicos, como Friedman: (a) o efeito-substituição entre os saldos monetários reais e acumulação de capital real; (b) a independência da taxa de poupança privada em relação à política monetária. Consultar, também, FRY, M.J. (1988). *Money, interest, and banking in economic development*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press, para uma comparação do marco financeiro dos modelos de crescimento keynesianos com as teses de repressão financeira de McKINNON (1974) e de SHAW, E. (1973). *Financial deepening in economic development*. Oxford: Oxford University Press.

Os trabalhos recentes nessa linha teórica procuram qualificar as condições necessárias para o sucesso da liberalização financeira sobre os processos de investimento e crescimento econômico. Cho (1986) defende a hipótese de um substancial desenvolvimento do mercado de capitais como condição necessária para uma completa liberalização financeira.¹³³ Afirma que, mesmo sendo removidos os limites institucionais quanto aos juros e outras intervenções no mercado de crédito, o comportamento do setor bancário, predominante na estrutura financeira dos países em desenvolvimento, não conseguiria garantir a plena eficiência alocativa dos recursos. Num contexto de informação assimétrica, esse autor faz a defesa da hipótese da eficiência alocativa dos investimentos através do financiamento via mercado de capitais. Neste caso, empreendimentos muito produtivos, porém de alto risco e marginalizados nos mercados de crédito bancário, poderiam garantir as condições de financiamento, incrementando, assim, a eficiência alocativa dos recursos.¹³⁴

McKinnon (1988) destaca, também, elementos que problematizam a liberalização financeira. Em particular, devem ser analisadas a estabilização de preços, a desregulamentação das instituições financeiras bancárias e a dos outros intermediários financeiros.¹³⁵ A partir da revisão dos processos de liberalização nas economias da América Latina e nos países asiáticos, o autor defende certa ordem temporal na sequência do processo. Em primeiro lugar, a estabilização da inflação é fundamental para garantir as taxas de juros reais e o crescimento da intermediação financeira. Em segundo lugar, somente depois da obtenção de um certo aprofundamento financeiro, com desenvolvimento inclusive das atividades das instituições não-bancárias no mercado de capitais, pode-se desregulamentar o setor bancário.

Como resultado do processo, haverá, na opinião de McKinnon (1988) maior liberdade de operação para as instituições financeiras. Defende o fim do direcionamento dos fluxos de crédito através de (1) contingenciamentos, (2) vinculações entre o ativo e o passivo das instituições financeiras, (3) subsídios creditícios e (4) tetos para as taxas de juros sobre alguns tipos de instrumentos de captação ou operações ativas das instituições financeiras. Assim, na sua visão neoliberal os critérios do mercado são eficientes do ponto de vista alocativo.

133 CHO, Yoon Je (1986). Inefficiencies from financial liberalization in the absence of well-functioning equity markets. In: *Journal of Money, Credit and Banking*, Columbus, v. 18, n. 2, p. 191-199, mai.

134 CHO (1986, op. cit., p. 197) expõe esta hipótese básica, qualificando a tese da liberalização financeira sem apresentar a sua verificação.

135 A esse respeito ver McKINNON, R. I. (1988). *Financial liberalization and economic development*. International Center of Economic Growth.

Quanto às sugestões de política econômica, McKinnon (1988) reconhece a estabilização como pressuposto de todo o processo de mudança em direção a uma maior liberdade e eficiência dos mercados, dado que a elevação da taxa real de juros é fundamental para garantir o retorno dos poupadores ao mercado financeiro e o aumento do nível e da eficiência dos investimentos. Na sua revisão dos processos de liberalização latinoamericano e asiático, mantém as hipóteses básicas do seu marco teórico sobre a moeda e o crédito. Reafirma, no meu entender, que a escassez de poupança em função dos baixos níveis da taxa real de juros é um obstáculo ao processo de investimento. Sustenta a hipótese de que o nível de investimento aumenta com a elevação das taxas de juros reais e o crescimento da intermediação financeira, permitindo a alocação eficiente da poupança nos países em desenvolvimento. Nesse contexto, o nível de preços é determinado pela demanda e oferta de moeda em termos nominais através do mecanismo de saldos reais. A Autoridade Monetária sabe como manipular a quantidade nominal da oferta monetária para atingir o nível de preços desejado. Por esta via será afetada a taxa real de juros, de forma a estimular as condições de poupança e investimento.

2.2.3 Financiamento, desequilíbrio externo e política monetária: o enfoque monetário do balanço de pagamentos

No modelo de ajuste do balanço de pagamentos¹³⁶, assume-se que o problema do desequilíbrio externo é de natureza monetária, retomando-se os fundamentos da teoria monetária monetarista.¹³⁷ Tal desequilíbrio resulta de desajustes dos estoques no mercado

136 Para uma recuperação dos fundamentos do modelo, consultar JOHNSON, Harry (1990). The monetary approach to balance-of-payments theory. In: *Monetarism*, v. 2, op. cit., p. 289-309, (originais de 1972).

137 Este modelo contrapõe-se aos enfoques baseados na conta corrente, tais como o modelo de absorção, modelo das elasticidades, e o modelo dos dois hiatos. O modelo de absorção sugere o uso do mecanismo da renda para reduzir o nível de gastos internos, diminuindo assim o desequilíbrio externo (o que requer aumento do desemprego); o modelo das elasticidades utiliza a taxa de câmbio como mecanismo para modificar os preços relativos de maneira a incrementar competitividade internacional da economia (o que requer queda do salário real) e corrigir o desequilíbrio comercial. A síntese keynesiana da economia aberta, o modelo "absorção-elasticidades", propõe conciliar a contração do gasto interno e a variação de preços relativos, isto é, a variação do nível de gasto e a mudança na sua composição, de maneira a atingir o equilíbrio interno e externo. Assim, o aumento do desemprego é neutralizado pela produção para *tradables*, estimulada pelo aumento da competitividade que se segue à desvalorização da moeda nacional. Quanto ao modelo dos dois hiatos, os limites ao crescimento se sintetizam no nível de poupança vis à vis o nível de investimento requerido e no diferencial entre importações e exportações. O fluxo de crédito externo ajuda a reduzir ambos os hiatos. A esse respeito consultar MELLER, Patricio (1989). Revisão de los enfoques teóricos sobre ajuste externo y su relevancia para America Latina. In: Eyzaguirre, N. e Valdivia, M. (eds.). *Políticas macroeconómicas y brecha externa: America latina en los años 80*. Santiago de Chile, CEPAL-Nações Unidas, p. 35-82 e BACHA, E. (1983). Prólogo para a terceira carta. In: *Fórum Gazeta Mercantil. FMI x Brasil. A armadilha da recessão*. São Paulo, p. 113-128.

monetário que se traduzem em variações das reservas de divisas internacionais. Há, portanto, um elo entre as reservas de divisas do Banco Central e a oferta interna de moeda, supondo-se que não haja processo de esterilização das divisas.¹³⁸ Existe, dessa forma, um estoque de moeda adequado ao equilíbrio externo.

Nessa abordagem teórica, o estudo do financiamento da economia e do equilíbrio externo aparecem inter-relacionados. O desequilíbrio externo remete ao desequilíbrio interno, fundamentado no desajuste do processo poupança-investimento. Eventuais diferenças entre os níveis de poupança e investimento *ex ante* refletem desajustes entre os estoques de demanda e oferta de moeda ao nível interno.

Nesse modelo de ajuste de balanço de pagamentos supõe-se que a demanda monetária é uma função estável do nível de renda, de forma que uma expansão da oferta monetária tem impactos diretos sobre a demanda agregada (para um dado nível de produto) e, por esta via, sobre o nível de preços internos, provocando déficits no balanço de pagamentos e perda de reservas. Acredita-se que o mercado sem intervenção do Governo é inerentemente estável, de forma que o desequilíbrio externo é determinado, em última instância, por ações de política econômica. O desequilíbrio externo permanente constitui um fenômeno monetário: o Banco Central mantém ativamente um estoque de moeda ofertado incompatível com o equilíbrio externo.

Em geral, o financiamento do déficit fiscal, através da expansão da base monetária, é a causa básica do desequilíbrio externo. Assim, o desequilíbrio *ex ante* poupança-investimento, coberto pela expansão de crédito interno (déficit público), provoca o desequilíbrio global do balanço de pagamentos. Em outras palavras, a tentativa de manter um nível de renda interno acima da capacidade de financiamento não-inflacionário da economia é responsável pelo desequilíbrio externo. Surge, então, a discussão acerca das formas de financiamento do déficit externo.

O enfoque monetário do balanço de pagamentos insiste numa perspectiva de longo prazo no processo de ajuste ao desequilíbrio externo, no qual os preços e o estoque de moeda ofertado se ajustam e a economia consegue se equilibrar interna e externamente.

138 As transações do Banco Central com divisas afetam a base monetária e, portanto, a oferta monetária. Todo déficit comercial induz à perda de divisas e, por esta via, à redução da base monetária e da oferta de moeda (*ceteris paribus*). Caso o Banco Central procure evitar tal redução da oferta monetária, realizará operações de compra de títulos em poder do público nas operações de mercado aberto, a fim de manter constante o estoque de moeda ofertado. Tais operações denominam-se "operações de esterilização" do movimento das reservas internacionais.

Numa economia aberta, com taxas fixas de câmbio, o estoque de moeda ofertado assume natureza endógena.¹³⁹ O Banco Central não pode controlar quantitativamente o estoque total de moeda, uma vez que precisa atender a qualquer demanda por divisas. O movimento de divisas é resultado do saldo do balanço de pagamentos, considerando as transações correntes (importações e exportações) e a conta capital (movimento de entrada e saída de capitais, em função inclusive do diferencial de taxas de juros interna/taxas de juros externa).

Dessa forma, a variação das reservas internacionais passa a ser uma fonte de crescimento monetário fora do controle da Autoridade Monetária. O Banco Central somente controla a expansão do crédito interno, dado o suposto de estabilidade do multiplicador monetário. O controle da oferta monetária pode ser exercido, por um lado, através do controle adequado do déficit público, impedindo a expansão da base monetária. Por outro lado, nas recomendações de política econômica, a retração do crédito interno pode contribuir para o ajuste do balanço de pagamentos, incluindo a balança comercial e a conta de capital: 1. tal restrição de crédito tende a elevar a taxa de juros interna, a contrair a demanda agregada e a renda interna, contribuindo para a diminuição do déficit comercial através da redução das importações; 2. a elevação da taxa de juros interna em relação à taxa de juros internacional pode atrair um fluxo de capitais que contribua para o financiamento do déficit global do balanço de pagamentos. A Autoridade Monetária deve evitar operações de esterilização, de maneira a não impedir o processo de ajuste do estoque de moeda ofertado ao resultado do balanço de pagamentos.

No processo de ajuste, os agentes econômicos procuram recuperar os níveis desejados de estoque monetário e contraem seus gastos em relação à renda. Como resultado, do ponto de vista macroeconômico convencional, no curto prazo, dá-se a passagem do desequilíbrio *ex ante* da poupança e do investimento para o equilíbrio *ex post*. A solução do desequilíbrio do balanço de pagamentos exige uma redução do gasto agregado e, portanto, do crescimento.

A depreciação da taxa de câmbio não é considerada capaz de melhorar o resultado do balanço de pagamentos no longo prazo. A curto prazo, a utilização da taxa de câmbio como instrumento de política poderia melhorar a posição competitiva do país, permitindo o aumento do superávit comercial em razão da modificação dos preços relativos

139 A esse respeito, ver DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. (1982). *Macroeconomia*. 2 ed., São Paulo: McGraw-Hill, p. 573.

(interno/externo). No entanto, com o passar do tempo, o impacto do superávit comercial na acumulação de reservas internacionais e, por esta via, no estoque de moeda ofertado, induziria à elevação da demanda agregada interna e dos preços domésticos. Como resultado, provavelmente, haverá um retorno à situação inicial de déficit externo. A desvalorização do câmbio tem somente impactos de caráter temporário, segundo o enfoque monetário do balanço de pagamentos.

Em suma, num sistema cambial fixo, o Banco Central emprega suas reservas para financiar um desequilíbrio externo temporário, atendendo ao excesso de demanda por divisas à taxa corrente de câmbio, resultante do déficit no balanço de pagamentos. Nesse processo, o movimento de reservas transforma-se na principal fonte de variações do estoque de moeda ofertado.

Segundo o enfoque monetário do balanço de pagamentos, em economia aberta com sistema fixo de taxa de câmbio, a oferta de moeda se endogeniza. O estoque nominal de moeda é função, neste caso, da conversão das reservas a uma determinada taxa de câmbio. Nesse contexto, a flexibilidade da taxa de juros interna garante o retorno ao equilíbrio monetário. A endogenidade da moeda revela a incapacidade de o Banco Central exercer controle quantitativo e direto sobre os movimentos da base monetária.

Em condições de mobilidade de capital e regime de câmbio flutuante, as taxas de câmbio se alteram livremente para equilibrar o balanço de pagamentos. De acordo com os fundamentos da análise monetarista, o comportamento da taxa de câmbio, enquanto preço relativo entre duas moedas nacionais, é explicado pelas condições de equilíbrio entre oferta e demanda por estoques monetários.¹⁴⁰ A variação da taxa de juros doméstica é inerente ao processo de ajuste.

O desequilíbrio externo originado por déficit no balanço comercial - decorrente de uma política monetária expansionista -, leva a uma desvalorização da taxa de câmbio. No entanto, a curto prazo, a perda de reservas internacionais força uma redução do estoque nominal de moeda e uma elevação da taxa de juros doméstica. Quanto às pressões sobre o câmbio, cabe destacar: 1. a expansão das exportações não terá efeitos permanentes sobre o nível de produto em função do impacto do aumento na taxa de

¹⁴⁰ O enfoque monetário da taxa de câmbio é uma extensão do enfoque monetário do balanço de pagamentos. Dentre as abordagens que surgiram nos anos 70 sobre a determinação da taxa de câmbio destacam-se os modelos de sobre-reação e de *portfolio* de ativos e divisas. A esse respeito consultar KRUEGER, A. O. (1983). Exchange-rate determination. Cambridge: Cambridge University Press, 215 p. e DORNBUSCH, R. (1988). Exchange rates and inflation. MIT Press, cap. 4 e MIRANDA, J. C. (1992). Câmbio-juros-fisco: a experiência internacional. Campinas, IE/UNICAMP, tese de doutoramento, cap. 4.

juros sobre o gasto; 2. o aumento da taxa de juros interna em relação à taxa de juros internacional provocará um ingresso de capitais, induzindo a uma valorização da taxa de câmbio; 3. as importações se elevarão como consequência dessa valorização do câmbio, levando a uma perda de reservas que pode forçar, no tempo, uma nova desvalorização da moeda nacional.

Em tais circunstâncias, a contração do estoque de moeda, que se segue a uma diminuição das reservas internacionais, faz subir a taxa de juros interna acima da taxa de juros internacional, atraindo créditos e fluxos de capital, contribuindo para o ajuste automático do balanço de pagamentos.¹⁴¹ O movimento das reservas internacionais condiciona a evolução do câmbio. Os desequilíbrios ao nível externo são absorvidos pelo sistema, voltando ao equilíbrio de longo prazo.

Sob um regime cambial de taxas fixas, a Autoridade Monetária não consegue controlar o estoque nominal de moeda - resultado da flutuação das reservas internacionais. Dessa forma, diante da perda de reservas internacionais e da redução da base monetária, qualquer tentativa de expansão monetária e da demanda agregada levará a novas perdas de reservas. No sistema de taxas flutuantes, ao contrário do que ocorre sob o regime de taxas fixas de câmbio, o Banco Central é capaz de exercer controle direto e quantitativo sobre o estoque nominal de moeda.¹⁴² O Banco Central pode determinar a regra de programação monetária, fazendo com que o câmbio flutue. A taxa de juros também é um resultado. Afirma-se a natureza exógena do estoque nominal de moeda, o que justifica a defesa de Friedman a respeito desse regime cambial. Com base nesses pressupostos, o regime de flutuação suja, no qual o Banco Central tenta estabilizar flutuações de curto prazo na taxa de câmbio através de intervenções no mercado de divisas, pode comprometer a capacidade efetiva de viabilizar as metas de programação monetária. As ações discricionárias da Autoridade Monetária, através da adoção da taxa de câmbio ou de juros como sinalizadores da política econômica, resultam, nessa interpretação, numa instabilidade indesejada no comportamento dos agregados monetários.

Em síntese, no regime de taxa fixa de câmbio, o câmbio é dado e os níveis de reservas internacionais e da base monetária flutuam. Em condições de câmbio flutuante, a regra de programação monetária é dada, condicionando a evolução do câmbio. A flutuação do câmbio garante a possibilidade de controle direto e quantitativo sobre a

¹⁴¹ Nessa concepção teórica, o sistema financeiro internacional apresenta uma tendência ao equilíbrio, que se expressa na tendência à equalização de taxas de juros entre diferentes países, induzida pela mobilidade de capitais.

¹⁴² Sobre este ponto, consultar DORNBUSCH, R.; FISCHER, S., op. cit., p. 606.

oferta de moeda. O estoque nominal de moeda torna-se exógeno. Na análise do desenvolvimento das relações de causalidade econômico-financeiras ao nível interno e externo, o enfoque monetário do balanço de pagamentos procura destacar os impactos dos desequilíbrios monetários internos ao nível do resultados do setor externo. A exogenidade da política monetária depende do regime vigente de taxa de câmbio, num contexto em que se consideram, também, os efeitos da taxa de juros sobre o fluxo de capitais.

2.2.4 Política monetária monetarista: o caráter subordinado das políticas fiscal e cambial

Na visão ortodoxa, a discussão sobre política fiscal aparece associada aos efeitos do tamanho do déficit público sobre a expansão monetária - e, portanto, sobre a inflação -, ou ainda, ao efeito *crowding-out* no mercado financeiro de uma expansão dos gastos públicos. Nesse quadro teórico, as operações de mercado aberto e a expansão monetária, como formas alternativas de financiamento dos gastos públicos, têm impactos diferenciados nos níveis de produção e preços. Os efeitos do déficit público sobre o gasto, o nível de preços e a renda dependem das hipóteses adotadas. O gasto público será, em geral, inflacionário, se provocar o crescimento da oferta monetária acima da renda de pleno emprego. Sob as hipóteses de que todo excesso de moeda é gasto, de estabilidade da velocidade de circulação da moeda em relação à renda permanente e de pleno emprego, o caráter não-inflacionário do gasto público depende de uma recomposição da estrutura de gastos na economia em detrimento do setor privado.

Uma das principais conclusões da recuperação da abordagem sobre o ajuste monetário do balanço de pagamentos é que a política monetária subordina a política fiscal. Os monetaristas acreditam que o Tesouro determina suas necessidades de financiamento, na forma de déficit fiscal, enquanto o Banco Central define a composição entre moeda e títulos. Assumem que a composição das necessidades de financiamento do setor público, sob a forma de aumento da base monetária ou de lançamento de títulos da dívida pública, deve ser compatível com as metas monetárias.¹⁴³ O resultado das operações de mercado aberto e a expansão da base monetária devem respeitar a programação monetária, isto é, a oferta de moeda exogenamente determinada. O nível de endividamento através dos títulos públicos teria como limite o mecanismo de *crowding-out*, em função da elevação das taxas de juros e da expulsão do setor privado

143 Para uma recuperação dos princípios que nortearam a experiência monetarista na Inglaterra, em 1979, consultar SHAW, G. K. (1988). Keynesian economics: the permanent revolution. Aldershot: Edward Elgar, especialmente o capítulo 8.

do mercado financeiro. A evolução da taxa de juros seria o resultado das metas quantitativas quanto aos agregados monetários.

Em condições de mobilidade internacional do capital, a flutuação da taxa de câmbio reafirma a subordinação da política cambial à política monetária. A sua flexibilidade não se confunde com a instabilidade cambial, que advém da variabilidade de expectativas sobre o futuro da taxa de câmbio. No conjunto dos determinantes, desempenha papel crucial a previsão a respeito da evolução futura da política monetária. Se a Autoridade Monetária intervier no mercado de câmbio, fixando a taxa de câmbio, a oferta de moeda tornar-se-á endógena. O resultado colide com os pressupostos da exogeneidade da oferta de moeda na abordagem monetarista. Logo, uma política monetária discricionária pode ser responsável pela instabilidade das taxas de câmbio, contribuindo para a instabilidade das expectativas. No curto prazo, na abordagem monetarista, a flexibilidade dos preços nos mercados financeiros acentua os efeitos desestabilizadores da adoção da taxa de câmbio ou da taxa de juros como indicadores de política monetária.

Tais conclusões reafirmam a defesa monetarista do controle monetário quantitativo. A definição de regras monetárias minimiza o risco da instabilidade do regime de taxas de câmbio flexíveis. A estabilidade na operação desse regime somente é compatível com a adoção da massa monetária como indicador da política monetária.¹⁴⁴

Em suma, em condições de câmbio flutuante, na abordagem monetarista, a política monetária subordina o comportamento das políticas cambial e fiscal, reforçando o caráter exógeno da oferta monetária. As regras cambial e fiscal subordinam-se às metas quantitativas da política monetária, de forma a conseguir os ajustes de estoques entre oferta e demanda no mercado monetário.

¹⁴⁴ Para maiores referências, consultar JEANNENEY, S. G. (1982). Pour la politique monétaire: défense d'une mal aimée. Paris: Presses Universitaires de France, p. 88-89.

2.3 MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA

2.3.1 Política monetária e preços: relações entre taxa de juros, mecanismo de formação de preços e liquidez

A crença de que a recessão, acompanhada de uma política monetária restritiva com juros elevados, é o caminho para a estabilização, deve ser questionada em função da natureza da crise inflacionária das economias capitalistas, expressa na estagflação. A ausência de crises de deflação (à la Fisher¹⁴⁵) deve ser entendida no marco da sustentação da valorização dos ativos de capital pelo Estado. A inflação como mecanismo de defesa patrimonial torna mais complexo e indeterminado o processo de recomposição das taxas de lucro e, portanto, da própria retomada do processo de expansão. Nesse contexto, vê-se limitado o raio de manobra da política econômica, porque não há tendência para o equilíbrio postulado pela teoria convencional.

Os fundamentos de uma teoria pós-keynesiana de preços centram-se nos determinantes autônomos do mecanismo de formação de preços associados ao comportamento das empresas, do Estado e do sistema financeiro.¹⁴⁶ O pressuposto básico é que a moeda sanciona o movimento dos preços, não exercendo papel causal na dinâmica inflacionária.

A capacidade de as empresas oligopolistas fixarem os preços e administrarem as margens de lucro se fundamenta na concentração de mercado, que se reflete nas indivisibilidades técnicas de produção, no grau de diferenciação dos produtos, nas inelasticidade-renda e inelasticidade-preço da demanda final e no grau de monopolização do progresso técnico. A fixação de preços depende, também, da conjuntura cíclica em função das variações do grau de utilização da capacidade (custos fixos unitários, *overhead*), da elasticidade-absorção do mercado (teste do mercado) e das reações às pressões de custos.¹⁴⁷

145 FISHER, I. (1933). The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica*, 1, p. 337-357, out.

146 Ver a esse respeito COUTINHO, L. G.; SOUZA, PAULO R. C. (1981). Inflação: anotações críticas para o debate. In: *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 1, n. 4, p. 127-145, out./dez.

147 A margem bruta de lucro tende a diminuir na expansão e a aumentar no auge. Ao remarcar para cima os preços, em função da inflação prevista, a firma oligopolista estaria testando o *mark-up* que poderia se absorvido pelo mercado.

Pode-se esperar que, na recessão, a redução do produto e do emprego seja acompanhada pela defesa das margens de lucro diante do aumento dos preços dos insumos correntes e dos custos fixos unitários (inclusive *overhead* e custos financeiros das dívidas acumuladas). Há, no entanto, diferenças na capacidade de as empresas oligopolistas reagirem na recessão. Tais diferenças assentam-se no grau de concentração do mercado, traduzindo-se em mudanças na estrutura de preços relativos, que atuam como mecanismo propagatório na dinâmica inflacionária. O conflito intercapitalista aparece como fator relevante na análise dos determinantes da inflação, negando a flexibilidade de preços à baixa e a concorrência em preços supostas pelas políticas deflacionistas macroeconômicas.

Do ponto de vista pós-keynesiano, a administração de alguns preços básicos pelo Estado tem impactos no comportamento do nível de preços. O Estado pode utilizar os seus preços administrados nas suas estratégias de política econômica. Nesse movimento, novos impulsos autônomos podem ser desencadeados pela reação das empresas-não financeiras e do próprio sistema financeiro.

Através da administração da taxa de câmbio, da taxa de juros, dos preços básicos industriais e das tarifas públicas, o Estado condiciona a formação de preços. Além dessas quatro categorias de preços administrados, deve-se acrescentar que o Estado também condiciona a evolução dos salários diretamente através do estabelecimento de piso mínimo e de regras para o reajuste das diferentes faixas salariais, ou, indiretamente, através da oferta de serviços básicos (educação, saúde, transporte coletivo, habitação), ou da sustentação dos preços dos produtos agrícolas. A determinação das alíquotas do sistema de impostos e das contribuições previdenciárias inserem-se, também, no marco da regulação das relações intercapitalistas e da relação capital/trabalho. Destaca-se, ainda, a ausência de autonomia das variações salariais, já que os sindicatos não podem fixar autonomamente os salários nominais e as empresas têm poder para reajustar autonomamente seus preços. Assim, a dinâmica dos salários nominais é normalmente atrasada em relação aos preços.

A taxa nominal de juros administrada pelo Banco Central afeta toda a estrutura de taxas de aplicação e captação de recursos no sistema financeiro. Descarta-se o impacto direto do déficit público (via expansão monetária) sobre os preços suposto na abordagem monetarista. O impacto do déficit público sobre os preços depende do impacto da taxa de juros dos títulos públicos sobre a taxa de juros administrada pelo Banco Central. Nesse movimento, o sistema financeiro pode exercer pressões inflacionárias adicionais, influenciando o nível da taxa de juros em função das suas expectativas quanto ao

comportamento futuro dos preços. Assim, condiciona-se a evolução dos custos financeiros das empresas e dos preços industriais.

Na desaceleração cíclica, o aumento da carga financeira das empresas - determinada pelas condições adversas de refinanciamento num contexto de políticas restritivas de crédito e de subida da taxa de juros - força uma reação defensiva das empresas através do aumento de preços. Além deste efeito direto, que se manifesta em custos financeiros altos e/ou crescentes, as expectativas quanto ao comportamento futuro das taxas de inflação, embutidas nas taxas de juros dos ativos financeiros, exercem força inflacionária. As empresas não-financeiras incorporam, numa conjuntura de instabilidade e de preferência pela liquidez, a expectativa de inflação futura como forma de defesa do *mark-up* desejado.¹⁴⁸ Por conseguinte, as altas taxas de juros nominais afetam o processo de formação de preços também via custo de oportunidade, independentemente do grau de endividamento das empresas não-financeiras. No contexto de uma política de juros altos, a capacidade diferenciada de reação dos agentes econômicos, que se manifesta na sua capacidade de elevação autônoma dos preços, tem impactos distributivos significativos.¹⁴⁹

O elemento expectacional na formação dos preços é decisivo. A instabilidade dos preços força os empresários a anteciparem o futuro comportamento dos custos de reposição dos seus estoques, afetando, assim, a continuidade da dinâmica inflacionária.¹⁵⁰ Ao focalizar a flutuação do *mark-up* como causa do processo inflacionário, a explicação acima supera a análise da dinâmica inflacionária centrada na hipótese de *mark-up* estável sobre os custos salariais.¹⁵¹

O papel das expectativas e das estratégias dos agentes é central na argumentação pós-keynesiana. Embora as expectativas (adaptativas e racionais) desempenhem papel

148 Kandir, na sua crítica aos modelos de preços normais, destaca que em situações de alta instabilidade o *mark-up* desejado pode variar de forma significativa, passando a desempenhar um papel ativo na determinação das inflexões na taxa de inflação. Para uma recuperação do impacto da fragilidade financeira do setor público como componente endógeno da dinâmica inflacionária, ver KANDIR, A. (1989). *A Dinâmica da Inflação*. São Paulo: Nobel.

149 A respeito da não-neutralidade da inflação, consultar Keynes, J. M. (1971a). *A Tract on Monetary Reform*. London: MacMillan, 172 p. (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 4).

150 Esta corrente trabalha não só com os custos efetivamente incorridos, mas também com o conceito de *custo de uso*, enquanto elo teórico entre a lógica e a valorização dos capitais e a determinação dos preços nas economias capitalistas. A esse respeito consultar TAVARES, M. C.; BELLUZZO, L. G. (1986). Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea. In: RÉGO, J. M. (org.). *Inflação inercial, teorias sobre inflação e o Plano Cruzado*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, e KANDIR (1989), op. cit.

151 Os economistas estruturalistas e neoestruturalistas atribuem papel causal às pressões de custos e ao conflito distributivo na dinâmica inflacionária, supondo, em geral, *mark-up* estável.

importante nas modernas teorias de inflação que adotam a expansão monetária como o seu determinante básico, elas têm natureza teórica diferenciada, por estarem atreladas à teoria de equilíbrio geral. O princípio da incerteza formulado por Keynes baseia-se na constatação de que o passado é irrevogável e o futuro é incerto. A incerteza keynesiana significa que o valor futuro das variáveis é desconhecido. Assim, a tomada de decisões por parte dos agentes econômicos é feita com base em determinadas convenções.

Na abordagem pós-keynesiana, a inversão do ponto de partida na análise da relação moeda/preços resgata a importância das decisões microeconômicas, justificando a resistência da inflação às estratégias de estabilização centradas no controle monetário.¹⁵² A teoria quantitativa da moeda, na sua versão monetarista, estabelece uma relação de causalidade da moeda em circulação para o nível de preços. O raciocínio é desenvolvido para uma economia de trocas e torna-se válido para uma economia de trocas monetizadas, em que a moeda, apesar de considerada um ativo, exerce, fundamentalmente, o papel de intermediário das transações de bens entre os agentes econômicos. Dados os supostos de pleno emprego (correspondente à taxa natural de desemprego), de velocidade de circulação da moeda estável, de demanda de moeda por saldos reais como função estável do nível de renda permanente e inelástica à taxa de juros, e de independência da oferta de moeda em relação às condições de demanda de moeda, haveria um nível de equilíbrio do estoque de oferta monetária, acima do qual se estaria em uma situação de excesso de liquidez (e de demanda agregada) com queda do poder de compra da moeda.

Ao contrário desta visão, a teoria pós-keynesiana toma como ponto de partida para a análise dos mecanismos de transmissão da política monetária a existência de uma economia monetária fundamentada no desenvolvimento de relações de crédito, em mercados organizados de ativos financeiros, na especulação e na incerteza. Nessa economia, a moeda representa a materialização da riqueza privada, o elo entre o presente e o futuro, assumindo caráter não-neutro, ou seja, afetando as decisões de gasto. Assim, a moeda não pode ser vista somente como meio de troca, pois, a demanda de moeda na sua função de reserva de valor é resultante da incerteza quanto ao futuro, da especulação, ou ainda, da quebra de confiança dos negócios.

Adicionalmente, na visão pós-keynesiana, não haveria qualquer quantidade ideal, ou ainda, relação ótima entre o volume de transações e a quantidade de moeda em

152 Kaldor (1985, op. cit) coloca em evidência a ineficácia da política monetária na estabilização de preços. As linhas centrais de uma política antiinflacionária, que seja compatível com o crescimento, são: adoção de uma política de rendas, controle sobre as importações e defesa de uma política de juros mais baixos.

circulação. Ao contrário, supõe-se que parte do estoque de moeda pode permanecer fora do circuito de circulação de mercadorias, em reservas ociosas por motivo precaucional-especulativo. Como resultado, a quantidade de moeda utilizada para as transações é uma variável passiva, que se ajusta ao nível do produto e ao nível de preços através, inclusive, de variações na velocidade de circulação da moeda. Conseqüentemente, a explicação da variação dos preços deve ser deslocada para o nível das decisões empresariais em termos de custos e expectativas.

Na visão pós-keynesiana, a quantidade de moeda é uma variável passiva, desde que sancione decisões. No entanto, a política monetária pode afetar decisões de gasto através do manejo da taxa de juros. Assim, identificam-se dois movimentos que devem ser incorporados na análise dos mecanismos de transmissão da política monetária: do lado real para o monetário e do lado monetário para o lado real. As decisões microeconômicas, a incerteza e o caráter não-neutro das estruturas financeiras limitam a influência da política monetária, além de condicionar a sua evolução.

Na abordagem pós-keynesiana, critica-se a impossibilidade de combater o processo inflacionário através do controle da demanda agregada. As experiências de política monetária restritiva no combate ao processo inflacionário mostram um quadro de desemprego e de inflação, onde a rigidez de preços apóia-se não apenas no fenômeno das antecipações, mas, também, nos mecanismos de formação de preços em estruturas de mercado não-competitivas. O desemprego, ao invés de ser um fenômeno temporário tal como supõem os monetaristas, tende a se tornar autocumulativo pela queda contínua da demanda agregada.¹⁵³ A restrição monetária tem efeito perverso ao nível da distribuição do ônus do ajuste sobre a quantidade de produto, beneficiando setores que puderem adotar estratégias defensivas.

2.3.2 Política monetária e gasto: relações entre decisões de gasto, disponibilidade de financiamento (liquidez) e política de juros

A abordagem pós-keynesiana exige, em primeiro lugar, a revisão de questões teóricas relevantes para o estudo das decisões de gasto e de suas condições de financiamento. As raízes dessa abordagem podem ser encontradas nas conclusões do Relatório Radcliffe, que representa um vigoroso ataque à importância atribuída pelos quantitativistas à oferta monetária na determinação do gasto.

¹⁵³ Para uma revisão crítica dos impactos das políticas estabilização monetária sobre os preços e as quantidades, ver BILGER, F. (1985). *L'expansion dans la stabilité*. Paris: Economica, p. 199-215.

Para a Comissão Radcliffe, a influência da política monetária sobre a demanda agregada (gasto) somente poderia ser exercida através de uma política de juros que pudesse afetar a estrutura de taxas, induzindo variações no gasto. Nesse sentido, qualifica que o efeito da política de juros sobre as decisões de gasto depende da existência de uma estrutura de taxas de juros a termo. Tal política poderia afetar, também, as decisões dos intermediários financeiros e o estado geral de liquidez, da qual dependem as decisões de gasto para se efetivarem. Em suma, a política de juros pode exercer importantes efeitos no mercado de crédito, influenciando o comportamento das instituições financeiras e as condições de demanda.¹⁵⁴

A relação entre liquidez e demanda agregada (gasto) é importante na abordagem pós-keynesiana. O estudo das relações entre gasto/juros/liquidez¹⁵⁵ pode ser desdobrado analiticamente em dois níveis: o primeiro, envolvendo os bancos e o público (empresas não-financeiras e famílias) e, o segundo, as Autoridades Monetárias e os bancos. A liquidez sanciona as decisões de gasto determinadas pelas expectativas quanto à avaliação da riqueza e pelas perspectivas de disponibilidade de financiamento; pode ser ampliada tanto através da venda de ativos de uma determinada carteira, quanto através do acesso ao crédito e de decisões das Autoridades Monetárias. Deve-se observar que as quase-moedas transformam-se em moeda quanto maior for o espectro de ativos não-monetários aceitos pelo Banco Central, por exemplo, nas operações de redesconto. Nas palavras de Chick:

"A 'liquidez da economia' não pode ser inferida da quantidade de ativos monetários considerados líquidos convencionalmente. A economia como um todo é tão líquida quanto o Governo o permita."¹⁵⁶

2.3.2.1 Financiamento do investimento, endogeneidade da moeda e política monetária

O estudo das relações entre as decisões de gasto em investimento, suas condições de financiamento e a determinação da renda, numa perspectiva dinâmica de crescimento

154 A Comissão Radcliffe descarta a utilização de controles diretos sobre o sistema bancário de forma a influenciar os fluxos de crédito, não só pelas dificuldades administrativas, mas, também, pelos desdobramentos num prazo mais longo. Tais medidas poderiam incentivar o aparecimento de substitutos do crédito não-bancário, adicionando complexidade ao sistema financeiro e à operação da política monetária. Na leitura de Kaldor, o Relatório Radcliffe apontava para a necessidade de uma coordenação das políticas macroeconômicas, KALDOR (1985), op. cit., p. 6.

155 Sobre a relação liquidez e financiamento do investimento, ver HICKS, J. (1974), The crisis in keynesian economics. New York: Basic Books, cap. 2.

156 CHICK (1979), op. cit., p.83.

e crise, fazem parte da tradição pós-keynesiana. A poupança macroeconômica, interna ou externa, dentro da visão ortodoxa, tem papel fundamental para garantir o financiamento do investimento, na medida em que se supõe que o aumento da poupança macroeconômica garante por si só a elevação do investimento produtivo. A poupança individual, relacionada com um maior ou menor nível de consumo, determina, agregadamente, a poupança macroeconômica.

A crítica de Keynes ao pensamento ortodoxo fundamenta-se na revisão das relações de determinação entre poupança e investimento.¹⁵⁷ A determinação do nível de renda depende das decisões autônomas de gasto, sendo a poupança um resíduo macroeconômico. A chamada poupança microeconômica pertence ao estoque de riqueza sob a forma de aplicações financeiras. O paradoxo surge na reflexão sobre a dinâmica das relações entre poupança microeconômica e poupança macroeconômica: se cair o nível de consumo por conta de uma maior propensão a poupar da comunidade, serão negativamente afetadas as expectativas de lucro e, portanto, os gastos dos capitalistas, seguindo-se uma queda do nível de investimento e de poupança macroeconômica.

A ruptura entre as decisões de investimento e a poupança prévia remete ao papel decisivo do crédito. Keynes destaca o papel da criação de crédito pelo sistema bancário como forma de garantir a elevação do nível de renda, sancionando as decisões dos empresários de elevar a taxa de crescimento do nível de investimento. Fica claro, na argumentação de Keynes, que a elevação da taxa de investimento exige criação de poder de compra adicional através do crédito.¹⁵⁸ Com efeito, a expansão do crédito aparece como inerente à expansão do nível de investimento, isto é, os capitalistas devem incorrer em déficits quando o nível de investimento está em elevação, acumulando, ao longo da expansão cíclica, estoques de capital e de dívidas.

A importância do crédito deve ser resgatada, numa visão pós-keynesiana, através da distinção analítica, feita por Keynes, entre a criação de crédito bancário de curto prazo (*finance*) e a consolidação financeira da dívida numa estrutura de ativos financeiros de mais longo prazo (*funding*), utilizando-se do mercado de capitais.¹⁵⁹ O crédito bancário de curto prazo é crucial para a produção do fluxo de novos bens de capital. Se o comprador desses novos bens de capital necessitar de financiamento externo deverá gerar

157 KEYNES (1936), op. cit.

158 A esse respeito ver KEYNES, J. M. (1987). Teorias alternativas da taxa de juros. *Literatura Económica*, v. 9, n. 2, p. 147-158.

159 A esse respeito ver DAVIDSON, P. (1986a). Finance, funding, saving, and investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, Armonk, v. 9, n. 1. O autor supõe que a produção de bens de capital é sob encomenda.

um *investment fund*, processo no qual ganha importância a ação das instituições financeiras no sentido de atender a tal demanda por saldos líquidos.¹⁶⁰

O fluxo de investimento está associado a um fluxo de aplicações financeiras, num dado período de tempo, que corresponde à parte não gasta da renda criada. Em outras palavras, o fluxo de gastos em investimento dá origem a fluxos monetários que se distribuem na economia, parte dos quais serão mantidos sob a forma líquida (moeda com poder liberatório) ou aplicados em ativos financeiros. O sucesso do processo de fundar a dívida do comprador dos bens de capital dependerá das expectativas dos detentores de recursos líquidos quanto à rentabilidade dos títulos de prazo mais longo, o que pressupõe um determinado nível de taxa de juros de referência. Caso as expectativas quanto ao preço dos títulos envolvam uma taxa de juros mais alta, a instituição financeira encarregada de fundar a dívida pode arcar com a diferença, assumindo a flutuação das cotações de preços dos títulos. Além disto, a própria instituição financeira pode adiantar, através de crédito de curto prazo, eventuais requisitos de liquidez dos compradores dos ativos financeiros de longo prazo. Desta forma, a restrição ao processo de acumulação não se dá, em última instância, pelos fluxos de poupança, mas pelas estratégias e condições de liquidez das instituições financeiras.¹⁶¹ Assim, o processo de consolidação financeira da dívida a longo prazo permite o pagamento da compra dos bens de capital, garantindo o refluxo do crédito de curto prazo concedido pelos bancos aos produtores do novo fluxo de investimento. Dado o refluxo, esse crédito de curto prazo pode ser interpretado como um *fundo rotativo*.

O ponto importante é que, como bem destacaram Davidson, Minsky e Kregel, o processo de investimento envolve decisões quanto à liquidez. Tanto os bancos quanto o público não-bancário, incluindo nele as empresas não-financeiras, devem incorrer em posições menos líquidas. Se a decisão quanto ao investimento já foi tomada, somente um constrangimento de liquidez por parte do sistema financeiro pode comprometer a sua viabilização ou efetivação.

A análise precedente coloca com clareza a importância dos fundamentos da endogeneidade da moeda, de forma a evitar confusões semânticas que expressam interpretações inadequadas sobre papel da poupança no marco da teoria de

160 Neste processo, Davidson (1986a, op. cit.) destaca a ação de agentes financeiros especializados nas operações de *underwriting*. O processo de fundar a dívida consiste no financiamento da aquisição de ativos de capital a partir de uma estrutura de recursos de prazo mais longo (ativos não-monetários ou ações).

161 Sobre este ponto ver, também, KREGEL, J. A. (1986). A note on finance, liquidity, saving and investment. In: *Journal of Post-Keynesian Economics*, Armonk, v. 9, n. 1, p. 91-100.

financiamento pós-keynesiana. Dadas as decisões de investimento, a sua efetiva implementação depende das condições de liquidez da economia, as quais são determinadas pelas estratégias das instituições financeiras e pela ação das Autoridades Monetárias, independentemente da chamada propensão a poupar da comunidade. Rejeita-se, assim, o marco monetarista, no qual os impedimentos à expansão da renda se expressam na relação entre os níveis de poupança e de investimento. Nas palavras de Davidson:

"A solução para o cenário no qual a restrição de liquidez limita o investimento independentemente do 'desejo' do público em poupar parte da renda *ex ante*, *ex post* or *ex anything else* é a provisão por parte autoridade Monetária, através do sistema bancário, de toda a liquidez que o público deseja. Em última instância, numa economia monetária, na qual 'a moeda importa', isto é, a moeda nunca é neutra, são as restrições de liquidez e nunca uma restrição de renda (ou poupança) que limita a expansão antes do pleno emprego."¹⁶²

O crédito libera a economia capitalista das restrições impostas pela poupança prévia. A generalização das relações de crédito retira da economia capitalista as restrições ao crescimento impostas pela quantidade de fundos prévios a serem emprestados.¹⁶³ Assim, sob o ponto de vista pós-keynesiano, devem ser rejeitadas as interpretações que reintroduzem a "poupança" desejada como base para o financiamento de longo prazo do investimento, dado que contradizem os seus fundamentos teóricos.¹⁶⁴

Keynes, na *Teoria Geral*, alertou para a contraposição entre a apropriação privada da riqueza e os determinantes da riqueza social, destacando que a chave do problema econômico residia na análise dos estímulos ao investimento. Afirmava que o funcionamento dos mercados financeiros não atendia às necessidades de um desenvolvimento econômico estável.¹⁶⁵ Para Keynes, a decisão de investir precede, logicamente, a criação da renda e, portanto, a chamada poupança macroeconômica. A

¹⁶² DAVIDSON (1986a), op. cit., p. 110.

¹⁶³ Quanto ao crescimento, destaca-se, no entanto, a restrição colocada pela capacidade para importar.

¹⁶⁴ Um exemplo da reintrodução da poupança desejada como limite ao processo de investimento encontra-se em ASIMAKOPULOS, A. (1986). Finance, liquidity, saving, and investment. In: *Journal of Post-Keynesian Economics*, Armonk, v. 9, n. 1, p. 79-90. Segundo o autor, o desdobramento do processo de financiamento do investimento (curto e longo prazos), ao qual associa-se uma estrutura de taxas de juros, coloca complexidade à relação entre *finance*, investimento e poupança na teoria pós-keynesiana, determinando a necessidade de rever, em certas circunstâncias, o papel dos níveis de poupança prévia enquanto restrição financeira no longo prazo.

¹⁶⁵ KEYNES (1936), op. cit., cap. 12.

preferência pela liquidez dos agentes econômicos e as estratégias competitivas das instituições financeiras podem, no entanto, comprometer a expansão do processo de investimento. A ausência de automatismo no sancionamento das decisões de gasto por parte das instituições financeiras não pode ser confundida com a ausência de "poupança".

Em suma, o conceito de "poupança desejada" é dispensável no corpo teórico pós-keynesiano. Não limita as decisões de investimento produtivo já tomadas, desde que as instituições financeiras e o Banco Central garantam as condições de liquidez necessárias. Os autores que destacam o limite ao financiamento pela propensão a poupar, implicitamente, repõem as relações entre poupança e investimento pré-keynesianas. A alternativa a essa visão sobre o financiamento somente deve ser pensada no marco da teoria da endogeneidade da moeda.

2.3.2.2 Financiamento do investimento, não-neutralidade das estruturas financeiras e influência da política de juros

O papel e a influência da política de juros se colocam no contexto das relações macroeconômicas entre o gasto de investimento, as suas condições de financiamento e a determinação da renda.¹⁶⁶ A institucionalidade monetário-financeira e as conjunturas históricas específicas estabelecem limites para a ação do Banco Central, condicionando também a evolução da sua gestão.¹⁶⁷

A política de juros pode afetar a renda real através da influência sobre o nível de gastos. No entanto, é necessário considerar as expectativas dos agentes financeiros e não-financeiros e a conjuntura específica na qual a política é implementada. Na perspectiva pós-keynesiana há necessidade de se questionar, na análise desses impactos, não só os condicionantes da demanda de crédito, mas, também, os condicionantes da oferta. A interação das estratégias de atuação das instituições financeiras e dos agentes não-

¹⁶⁶ Ver a esse respeito BELLUZZO, L. G.; ALMEIDA, J.G. (1989). Enriquecimento e produção: Keynes e a dupla natureza do capitalismo. *Novos Estudos Cebrap*, São Paulo, n. 23, p. 120-127.

¹⁶⁷ A esse respeito ver HICKS, J. (1975). La teoria monetaria y la historia: intento de perspectiva. In: *Ensayos críticos sobre teoría monetaria*. Barcelona, Ariel, 2. ed., (originais de 1967). Descarto a suposição de que o arranjo institucional baseado no mercado de capitais induz a uma maior estabilidade financeira. Concorro com Davidson (1972) que a imbricação entre o desenvolvimento dos mercados de capitais e do crédito bancário confirma a tendência à fragilidade financeira. A esse respeito ver DAVIDSON, P. (1972). *Money and the real world*. London: MacMillan, especialmente "Why money matters: a postscript". A tese que defende a menor instabilidade financeira no padrão de financiamento centrado no mercado de capitais encontra-se em STUDART, R. (1993). O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. In: *Revista de Economia Política*, v. 13, n.1 (49), p. 101-118, jan./mar.

financeiros em um dado arcabouço legal determina as especificidades de um dado padrão de financiamento.¹⁶⁸

As estratégias das instituições financeiras em contexto de concorrência são decisivas para avaliar a influência da política monetária, na medida em que afetam a disponibilidade de financiamento. Tais instituições podem tornar elásticas ou inelásticas as condições de financiamento em função de suas avaliações de rentabilidade e de risco, a despeito dos objetivos da Autoridade Monetária. Há uma relação estreita entre a conjuntura econômica e a oferta de crédito por parte dos bancos, na medida em que esta depende, em grande parte, das expectativas quanto à evolução futura da economia (gasto e lucros) e à validação dos estoques de dívidas acumulados.

A incerteza e as expectativas em relação ao futuro afetam as decisões de devedores e credores.¹⁶⁹ A validação da estrutura de dívidas, durante um período de crescimento econômico, traduz-se num cálculo favorável a novos investimentos produtivos, ampliando a tendência ao endividamento. As instituições financeiras, confiando nas expectativas favoráveis, diminuem as margens de segurança nas suas operações, procurando elevar a rentabilidade sobre o capital próprio através da expansão do crédito.¹⁷⁰

Segundo Minsky, a contrapartida desse movimento é a fragilização da economia, na medida em que se estimulam, por exemplo, através da adoção de taxas de juros flutuantes nos contratos repactuados, o endividamento de curto prazo e os recorrentes financiamentos das unidades econômicas. A interação entre as decisões descentralizadas

¹⁶⁸ ZYSMAN, J. (1983). Governments, markets, and growth: financial systems and the politics of industrial change. London: Cornell University. Zysman classifica tais arranjos institucionais em sistemas baseados no crédito e sistemas baseados no mercado de capitais. Nos primeiros, a expansão do processo de acumulação depende do crédito bancário e da ação das Autoridades Monetárias, as quais podem exercer influência no direcionamento dos fluxos de crédito. Nos sistemas baseados nos mercados de capitais há uma relação estreita entre as instituições financeiras e as empresas, sendo que a emissão de títulos da dívida direta (ações, debêntures) é importante fonte de financiamento do processo de investimento. No entanto, as transformações financeiras em algumas economias centrais tendem a diminuir a importância do esquema analítico elaborado por Zysman em função da crescente imbricação dos mercados de crédito e de capitais ao longo dos anos 80.

¹⁶⁹ Minsky (1975) retoma a distinção feita por Keynes (1936, op. cit., cap. 11) entre os riscos do tomador e do prestador, introduzindo-os explicitamente na determinação do investimento. Para a recuperação da teoria do investimento elaborada por Minsky, consultar MINSKY, H. (1975). John Maynard Keynes. New York: Columbia University Press.

¹⁷⁰ J. Dow e I. Saville apontam que os bancos adotam "rules of thumb" nas decisões quanto à concessão de empréstimos, baseados em critérios convencionais e estáveis definidos em função de condições de rentabilidade e risco. Tais regras coincidem, em geral, com o racionamento do crédito, isto é, a oferta de crédito não é determinada automaticamente pela demanda. Consultar DOW, J. C. R.; SAVILLE, I. D. (1990), op. cit., p. 21.

de investimento e suas formas de financiamento, ao longo do período de expansão, resulta na geração de incoerências, que se traduzem numa tendência à instabilidade sistêmica das economias capitalistas com complexas estruturas financeiras.

Minsky destaca o papel ativo dos bancos individuais no processo de financiamento da economia, administrando e diversificando suas estruturas ativas e passivas, conforme suas expectativas de rentabilidade e risco (transformação de prazos e taxas). A busca de recursos de terceiros para o financiamento das operações ativas (aumento da alavancagem financeira) força inovações. Neste processo, procura-se contornar a regulamentação do Banco Central. Nessa conjuntura, o aumento da alavancagem das instituições financeiras e o crescente número de *portfolio* especulativos e *Ponzi* são dois aspectos do mesmo processo.¹⁷¹

A abordagem pós-keynesiana rejeita qualquer automatismo nos impactos da ação do Banco Central sobre as condições do mercado de crédito. Por um lado, Keynes alertou para a incapacidade de uma política de juros baixos alterar o quadro de expectativas empresariais quando estas estão deprimidas.¹⁷² Por outro, Minsky destacou que uma política monetária contracionista, adotada na expansão cíclica (antes de atingir o auge) tende a ser neutralizada nos seus efeitos pelo surgimento de inovações financeiras, de maneira a sancionar a demanda de crédito.

No entanto, o caráter inelástico do investimento à taxa de juros de curto prazo, particularmente no auge, exprime o poder assimétrico da política monetária.¹⁷³ Uma alta de juros, promovida pelo Banco Central no auge da expansão, pode explicitar a crise em função dos estoques de capital e de dívidas acumulados no período expansivo. Nesse momento, a política de juros pode afetar as expectativas do mercado financeiro, tornando inelásticas as condições de financiamento e explicitando a fragilidade das unidades endividadas.

No auge dos investimentos, passa a existir um volume de fundos demandados de natureza inelástica para a conclusão dos projetos. A revisão de expectativas por parte das instituições financeiras provoca uma mudança nas condições de financiamento, forçando uma elevação endógena das taxas de juros.¹⁷⁴ É possível interpretar esses resultados a

171 MINSKY (1986), op. cit., p. 238.

172 KEYNES, J. M. (1982). Activities 1931-1939. World Crisis and policies in Britain and America. London, MacMillan (The Collected writings of John Maynard Keynes, v. 21), p. 123.

173 Para os keynesianos esta inelasticidade somente ocorreria na situação correspondente à "armadilha da liquidez". Uma recuperação do modelo keynesiano encontra-se em BIANCHI (1977, op. cit.).

174 MINSKY (1986), op. cit., p. 243.

partir da revisão das margens de segurança das instituições financeiras nas suas operações ativas. Pode refletir, também, a reação à inadimplência de alguns clientes representativos observada no passado recente.¹⁷⁵

No auge, a elevação da taxa de juros revela as variações endógenas do prêmio de liquidez ao longo do ciclo.¹⁷⁶ Todavia, o aumento da taxa de juros pode ser o resultado da ação do Banco Central que, com tal atitude, pode detonar uma crise latente, dada a evolução das condições de fragilidade no sistema. A elevação da taxa de juros explicita o alto grau de fragilidade financeira que a economia desenvolveu no período de expansão. Atinge, de imediato e de maneira direta, as unidades especulativas e *Ponzi*. Muitas unidades especulativas podem tornar-se *Ponzi*, em função da dificuldade no refinanciamento das dívidas já assumidas e da obtenção de novos empréstimos em condições muito desfavoráveis por causa das alterações nas condições contratuais. Assim, as unidades *Ponzi* podem tornar-se inviáveis economicamente.

O resultado é uma revisão da composição dos *portfolio* dessas unidades, com ênfase na adoção de uma posição mais líquida. Tal processo acaba afetando as unidades *hedge*, na medida em que, certamente, enfrentarão frustrações nos seus rendimentos líquidos esperados em função da queda de demanda nos mercados de seus produtos por parte das unidades especulativas e *Ponzi*. A elevação da taxa de juros acaba afetando, indiretamente, a composição do *portfolio* das unidades *hedge*, que reagem mantendo também posições mais líquidas.¹⁷⁷

A revisão das expectativas por parte das instituições financeiras e das firmas não-financeiras marca a reversão cíclica. A queda do investimento, com seus impactos desfavoráveis no comportamento da renda agregada, —compromete— ainda mais a possibilidade de validação da estrutura de endividamento gerada no período de expansão. A queda do investimento e a crise financeira subsequente são resultados endógenos da expansão econômica.¹⁷⁸ O aprofundamento da crise - em termos da magnitude da queda

175 Ibidem, p. 187.

176 Ibidem, p. 181.

177 O impacto da política de juros sobre os *portfolio* das firmas não-financeiras depende, fundamentalmente, das expectativas sobre as futuras variações das taxas de juros. O autor chama a atenção para a influência das variações nas taxas de juro de curto prazo sobre as decisões de investimento. Por um lado, a elevação da taxa de juros de curto prazo se reflete num aumento do preço de oferta dos bens de capital (MINSKY, 1986, op. cit., p. 194-95). Por outro, as taxas de juros de curto prazo afetam as de longo prazo, na medida em que a diminuição dos rendimentos dos títulos de longo prazo e do preços das ações força a queda do preço de demanda dos ativos de capital.

178 Mollo (1989, op. cit., p. 107) questiona o caráter endógeno da reversão na interpretação de Minsky, na medida em que não decorre de um problema de deficiência de demanda efetiva, mas do impacto da taxa de juros sobre a estrutura financeira frágil, provocando a crise.

do investimento -, as falências generalizadas e a queda do preço dos ativos mais líquidos - em função da venda maciça para sair da inadimplência - puderam ser evitados, nas últimas décadas, em função da ação do Banco Central como prestador em última instância e da sustentação da demanda (estabilizando lucros) pela política fiscal através da ampliação de gastos públicos.

Em suma, a política monetária é impotente para exercer uma influência gradual sobre o crédito no auge do ciclo. A política de juros altos pode detonar uma crise latente, impedindo o avanço do processo de expansão econômica em virtude do impacto sobre uma estrutura frágil de financiamento. Neste contexto, a política de juros altos não é neutra, pois, a atitude discricionária das instituições financeiras quanto à concessão de crédito - em reação à política de juros - é exercida de maneira diferenciada sobre as empresas, em função dos graus de fragilidade financeira e de suas capacidades de acesso a fontes alternativas de financiamento, por exemplo, o crédito externo. Desta forma, a política de juros afeta a composição e o nível de gastos na economia como resposta das empresas às mudanças nas condições de liquidez. Influencia, também, os níveis e os fluxos das demandas intersetoriais por matérias primas, bens e serviços, num processo de mudança estrutural das relações intercapitalistas que envolve, inclusive, transformações patrimoniais.¹⁷⁹

A não-neutralidade da política monetária fundamenta-se nos impactos da moeda sobre as decisões de *portfolio* na economia capitalista. A sua influência sobre as condições de endividamento pode tornar necessária a ação do Banco Central como prestador em última instância, de forma a evitar o aprofundamento da crise financeira. A teoria que assume a exogeneidade da oferta monetária negligencia o papel exercido sobre a dinâmica monetária pela relação instituições financeiras/Banco Central e a sua função de prestador em última instância. Dado que a natureza do sistema bancário incorpora o desenvolvimento de finanças especulativas, as crises de liquidez são inevitáveis.

A argumentação acima sugere que o caráter acomodatório da política monetária deve ser incorporado à análise monetária. Num contexto de incerteza, no qual as expectativas que dominam a formação dos *portfolio* dos agentes privados são voláteis, imprevisíveis e heterogêneas, as relações entre agentes financeiros, não-financeiros e o Banco Central são muito complexas e não podem ser apreendidas sob uma regra monetária quantitativa.

179 Para uma abordagem da não-neutralidade da política monetária, ver CHICK (1979), op. cit.

Na crise financeira, a política monetária acomodatória valida a estrutura financeira especulativa e protege o preço dos ativos, sancionando um intenso mecanismo de redistribuição de renda. Por outro lado, a ação do Banco Central também sanciona o financiamento de déficits públicos, de maneira a estabilizar os lucros e garantir a validação das dívidas assumidas. A política de gastos públicos tem impactos sobre a composição do produto, podendo afetar diferentes grupos sociais.

Em síntese, a análise precedente dos mecanismos de transmissão da política monetária, numa abordagem pós-keynesiana, reforçou o poder assimétrico da política de juros em função da natureza descentralizada das decisões quanto à escolha dos *portfólio* em condições de incerteza. Nessa análise incorporaram-se os impactos da fragilidade financeira na gestão do Banco Central, como prestador em última instância, e a não-neutralidade da política monetária.

As dificuldades da política monetária em afetar as decisões de gasto através do manejo da taxa de juros, ou ainda, de influenciar as condições do mercado de crédito, são acentuadas num contexto de inovações financeiras e de desregulamentação e integração global dos mercados financeiros.¹⁸⁰ O processo de inovações financeiras cria substitutos para os depósitos à vista com a proliferação de depósitos remunerados de elevada liquidez e sensibilidade à variação da taxa de juros. Na expansão, as instituições financeiras podem, através das inovações financeiras, tornar endógenas as condições de financiamento, a despeito da política de juros do Banco Central. A variação da velocidade de circulação da moeda (M1) é um resultado desse processo.

Nesse movimento, acirra-se a luta competitiva entre as instituições bancárias e as não-bancárias, esvaindo-se as fronteiras rígidas da atuação (segmentação) dessas instituições financeiras. Como consequência, ganha relevância a figura do banco universal. As novas tendências de especialização, ao invés de serem determinadas por medidas legais, tornam-se, crescentemente, resultados das estratégias competitivas.

O resultado das transformações recentes ao nível mundial é a perda de importância das operações tradicionais de crédito no conjunto das operações ativas das instituições financeiras. Observa-se o desenvolvimento da securitização e de novas formas de inter-relação dos mercados de crédito e de capitais. As novas relações que se desenvolvem entre as instituições financeiras e as empresas não-financeiras são um fenômeno subjacente. Apresenta-se, sob nova forma, o espírito inovador das instituições

180 Consultar Bank for International Settlements (1986). Recent Innovations in International Banking. BIS, abril.

financeiras no processo de financiamento da economia. Tais mudanças reafirmam os fundamentos da teoria da endogeneidade da moeda.

As mudanças ocorridas nos mercados financeiros dos países centrais na década de 1980 afetaram os riscos das instituições financeiras. Adicionam-se ao risco clássico de transformação de prazos e taxas, novos riscos, expressos, por exemplo, na diversidade de moedas e de ativos financeiros. Nesse novo contexto, destacam-se como inovações a criação de instrumentos de transferência de riscos (*swaps*, opções e futuros) e o desenvolvimento de operações fora de balanço. Como resultado, evidenciam-se modificações nas operações ativas das instituições financeiras e nas suas fontes de receita, ganhando relevância as decorrentes da prestação de serviços financeiros e para-financeiros.¹⁸¹

Em síntese, a instabilidade macroeconômica, o aumento da incerteza, o encurtamento temporal dos contratos financeiros e a transferência microeconômica de riscos potencializam ações especulativas por parte dos agentes econômicos. As crescentes complexidade e heterogeneidade dos passivos e ativos dos *portfolio* das instituições financeiras e não-financeiras, além das mudanças ocorridas nas suas formas de organização e inter-relação, reforçam os limites da influência dos Bancos Centrais, cuja gestão é marcada pela ameaça do risco sistêmico global.

Nesse contexto, a tendência ao desenvolvimento de uma estrutura financeira especulativa, financeiramente frágil, não é eliminada. Carter aponta que as inovações financeiras recentes, ao permitirem a proteção e/ou diversificação dos riscos financeiros de empresas financeiras e não-financeiras, alteraram também as atitudes em relação a eles.¹⁸² O desenvolvimento dos mercados futuros e de opções encobre o montante efetivo de risco incorporado nas operações. A securitização traduz a demanda de ativos líquidos e diversificados, assumindo-se um maior risco de crédito. Como resultado, o grau de vulnerabilidade dos *portfolio* a mudanças nos preços dos ativos no mercado financeiro aumenta.

¹⁸¹ A esse respeito ver BRÖKER, G.; CORTINA; R. M. (1990). Banca y finanzas: competencia y tendencias. Madrid, Ediciones Ciencias Sociales, segunda parte. Consultar também BRAGA, J. C. de S. (1991). A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais. São Paulo, IESP/FUNDAP, Texto para Discussão, v. 6, n. 3, ago.

¹⁸² A esse respeito ver CARTER, M. (1989). Financial innovation and financial fragility. Journal of Economic Issues, v. 23, n. 3, p. 779-793, set.

Nas palavras de Carter:

"No agregado, a liquidez é uma ilusão. A crescente velocidade na transferência de informações e na venda de ativos, que a revolução dos computadores tornou possível, somente aumenta a rapidez do colapso dos valores dos ativos quando a pressão vendedora torna-se generalizada... Os *feedbacks* autoalimentadores identificados e analisados por Minsky, através dos quais a fragilidade financeira se estabelece, operam de maneira mais intensa como resultado das recentes inovações financeiras do que no passado."¹⁸³

Keynes, na *Teoria Geral*, propunha, como resposta à instabilidade intrínseca dos mercados financeiros e do processo de investimento, a intervenção do Estado, garantindo um patamar de gastos (e lucros) na economia.¹⁸⁴ Na abordagem pós-keynesiana, a superação das restrições de liquidez, nos períodos de expansão econômica ou de crise financeira, também diz respeito a opções de política econômica.¹⁸⁵ Nesse quadro teórico é possível pensar o papel da política monetária como política monetário-creditícia, no direcionamento dos fluxos de crédito.

2.3.2.3 A fragilidade financeira e a política monetário-creditícia seletiva

As conclusões acima sugerem que as medidas de política monetária devem ser adaptadas à evolução da própria estrutura econômica e à conjuntura específica.¹⁸⁶ Rejeita-se, assim, soluções de política universais e ahistóricas.¹⁸⁷

Para Minsky, a instabilidade financeira inerente ao livre mercado exige a adoção de uma política de **controle financeiro** por parte do Banco Central.¹⁸⁸ Considera que o objetivo da política monetária, num prazo mais longo, é a estabilização dos mercados financeiros, tornando menos acentuada a tendência à fragilidade.¹⁸⁹

Quanto aos instrumentos de curto prazo compatíveis com a proposta de controle financeiro, o autor defende o manejo seletivo das reservas bancárias através das operações de redesconto.¹⁹⁰ Através do desconto de títulos de dívida privada de curto

183 CARTER (1989), op. cit., p. 792.

184 KEYNES (1936), op. cit., cap. 24.

185 KREGEL (1986), op. cit., p. 91.

186 A esse respeito ver MINSKY (1982), op. cit., p. 175 e (1986), op. cit., p. 294.

187 MINSKY (1986), op. cit., p. 333.

188 MINSKY (1982), op. cit., p. 178.

189 Ibidem p. 175-178. Cabe destacar que o desenvolvimento teórico das idéias de Minsky aparece como um corpo teórico plenamente articulado: a sua proposta de política monetária, baseada no controle financeiro, somente pode ser entendida a partir da sua teoria do *portfolio* e de sua visão macroeconômica de instabilidade.

190 MINSKY (1986), op. cit., p. 326.

prazo correspondentes ao financiamento dos negócios, o Banco Central transformar-se-ia num co-financiador das dívidas, cobrando taxas de juros diferenciadas conforme o grau de fragilidade financeira ou o estímulo ao endividamento. Usando o redesconto, o Banco Central poderia liberar reservas adicionais em condições mais favoráveis para as instituições financeiras que desenvolvessem operações de crédito mais protegidas. Como consequência do manejo seletivo das reservas bancárias adicionais, no curto prazo, haveria uma avaliação permanente pelo Banco Central das possibilidades de extensão de crédito por parte das instituições financeiras, tornando-se mais efetiva a supervisão da Autoridade Monetária sobre a evolução da estrutura patrimonial das instituições financeiras num prazo mais longo.

Define-se, assim, a interação dos dois aspectos da gestão monetária: a supervisão das estruturas ativa e passiva das instituições financeiras e o manejo seletivo das reservas bancárias e da taxa de juros através do redesconto. Dessa forma, espera-se afetar os comportamentos dos balanços das instituições financeiras, reforçando o desenvolvimento de finanças mais robustas. Deve-se alterar a estrutura patrimonial especulativa, caracterizada pelo financiamento de ativos longos por meio do refinanciamento de passivos de curto prazo.¹⁹¹ A definição do perfil do Banco Central e das diretrizes da regulamentação financeira - via regulamentação preventiva (controle prudencial, adequação de capital) - são questões correlatas, nas quais se explicita o conflito inerente às estruturas financeiras, exigindo medidas de fiscalização ativa.

Em contraposição às teses da liberalização financeira, a importância do trabalho de Minsky reside nas implicações da sua idéia de **redesconto seletivo**, que acentua o papel ativo da Autoridade Monetária no direcionamento dos fluxos de crédito. Ao propor a substituição de uma política macroeconômica de controle monetário geral, de viés monetarista, por uma política de juros seletiva e setorial, que influencie as relações financeiras entre os bancos e seus clientes, sua meta é aplacar a instabilidade inerente ao sistema. Em outras palavras, a concepção de controle financeiro, ou ainda, de direcionamento dos fluxos de crédito não elimina a geração de forças instabilizadoras no mercado financeiro. Entretanto, haverá condições mais favoráveis para evitar a generalização das unidades especulativas e *Ponzi*.

A proposta do redesconto seletivo, com taxas de juros diferenciadas administradas pelo Banco Central, se insere na perspectiva teórica da oferta de moeda endógena, sancionando as decisões privadas compatíveis com os objetivos de política econômica. Desse modo, retoma-se, ao nível da política econômica, a especificidade da moeda

191 Ibidem, p. 243.

endógena numa economia capitalista com relações financeiras desenvolvidas. Na perspectiva pós-keynesiana, a administração da moeda pelas Autoridades Monetárias não pode ser efetuada meramente via quantidades, como se a moeda fosse um bem qualquer, uma moeda-mercadoria. A especificidade do dinheiro numa economia capitalista exige reavaliar as formas de sua administração, levando em conta o desenvolvimento dos aspectos institucionais associados à moeda-creditícia, que é criada nas relações ativas e passivas entre o Banco Central, as instituições financeiras e os seus clientes.

Minsky descarta o papel da política monetária, através do mecanismo indireto de transmissão, como indutora do crescimento econômico. Entretanto, a política monetário-creditícia pode afetar os fluxos de crédito e a estabilidade dos mercados financeiros, direcionando o crescimento, com vantagens do ponto de vista da riqueza social. Assim, a idéia do redesconto seletivo pode ser desenvolvida, definindo-se critérios de diferenciação das taxas de juros nas operações junto ao Banco Central, numa estratégia de crescimento em função do porte, da produtividade e do nível de utilização da capacidade produtiva das empresas demandantes de empréstimos, reforçando o alongamento dos seus prazos.

Na proposta de política monetária seletiva, o Banco Central intervém no processo de valorização da riqueza privada, administrando conflitos. É resgatada, dessa forma, a lógica keynesiana dos conflitos na formulação e na condução da política monetária.

Minsky retoma a preocupação da Comissão Radcliffe sobre a dificuldade administrativa da aplicação de controles diretos sobre as instituições financeiras com o objetivo de direcionar os fluxos de crédito. Na mesma direção, Wray chama a atenção, de maneira acertada, para a reação do sistema financeiro aos controles diretos, tais como carteira compulsória sobre ativos e sistemas de reservas compulsórias sobre depósitos diversos.¹⁹² O conflito da relação entre os bancos e o Banco Central, expresso na idéia de regulação dialética desenvolvida por Kane, tornaria vulnerável a viabilização do direcionamento do crédito através dessas propostas.¹⁹³ O espírito inovador das

192 Wray (1990), op. cit., critica as propostas de Rousseas (1986, op. cit) quanto ao direcionamento dos fluxos de crédito, dado que negligenciam esta questão. Dentre elas destacam-se o compulsório sobre ativos das instituições financeiras (eventualmente sobre o "turn-over"), ou ainda o compulsório sobre a margem de crescimento dos depósitos - ou de 100% - e o sistema de reservas duais, determinados em função dos objetivos de política.

193 Sobre o conceito de "regulação dialética", ver KANE, E. (1987). *Competitive financial regulation: an international perspective*. In: PORTES, R. e SWOBODA, A.(ed.). Threats to international financial stability Cambridge: Cambridge University Press, p. 111-149.

instituições financeiras poderia criar impedimentos para o sucesso da política monetária caso esta viesse a afetar negativamente sua rentabilidade.

Em suma, como corolário da teoria da fragilidade financeira, destaca-se a necessidade de promover políticas financeiras de corte setorial, nas quais os objetivos quanto à eficiência microeconômica, à composição do produto e à distribuição de renda sejam articulados, visando a mudança estrutural. Trata-se, em verdade, de superar o enfoque meramente monetário proposto pela teoria ortodoxa, baseado na análise de indicadores monetários e de déficit público.¹⁹⁴ Tais modelos analíticos, que reforçam o papel dos agregados monetários como variáveis-síntese dos desequilíbrios macroeconômicos, estão, como vimos, baseados no critério de que os mercados de bens e de ativos tendem a um equilíbrio, se respeitadas as forças do mercado. Sua sugestão de política enfatiza o controle monetário, a liberalização dos mercados e a diminuição da intervenção do Estado na economia. Uma proposta alternativa de política monetária, baseada nos fundamentos pós-keynesianos, deve integrar a teoria da moeda e a teoria financeira na prática da política monetária, inserindo a política monetário-creditícia numa estratégia de crescimento.

2.3.3 Interdependência das políticas macroeconômicas na abordagem pós-keynesiana

O debate pós-keynesiano a respeito de endogeneidade da moeda não diz respeito apenas à moeda creditícia. Cabe ressaltar também a endogeneidade derivada da interdependência entre as políticas macroeconômicas.¹⁹⁵

Do ponto de vista analítico, o mercado de câmbio constitui-se num mercado de ativos e a taxa de câmbio num preço que depende dos diferenciais existentes entre a taxa de juros interna e a taxa de juros internacional, além de elementos expectacionais. Quando o regime de câmbio é flexível, a taxa de câmbio corrente é sensível às expectativas dos agentes quanto à política monetária: a política cambial não é independente da política monetária. É possível que uma redução da taxa de juros interna em relação à taxa de juros internacional possa, por exemplo, ter impactos decisivos sobre

¹⁹⁴ Para uma referência dos fundamentos da "nova ortodoxia", representada pelos governos da OCDE e agências multilaterais (FMI), ver FITZGERALD, E. V. K.; VOS, R. (1989). Financing economic development: a structural approach to monetary policy, Aldershot: Gower, p. 15.

¹⁹⁵ Embora Chick (1979, op. cit.) destaque a necessidade de pensar a influência da política monetária a partir do *mix* de políticas macroeconômicas, a autora desenvolve apenas a interação das políticas monetária e fiscal, destacando os impactos de diferentes formas de financiamento dos gastos públicos.

o câmbio, na medida em que a saída de capitais fragilize a atuação futura do Banco Central no mercado de câmbio.

A relação câmbio/juros deve ser apreendida no contexto em que os fluxos financeiros resultam de ajustes nos *portfolio* dos agentes econômicos, nos quais há diferentes tipos de ativos (divisas, bônus, etc.). O câmbio é influenciado pelo comportamento especulativo nas transações com ativos denominados em diferentes moedas. As diferenças entre os juros correntes e esperados para os diferentes ativos influenciam o comportamento do câmbio. Por sua vez, as alterações na taxa de câmbio implicam modificações nas taxas de juros segundo ativos e mercados específicos, induzindo um processo de reestruturação dos *portfolio*. Nesse contexto, as flutuações da taxa de câmbio desvinculam-se, em certa medida, do comportamento dos saldos em conta corrente (produtividade, inflação, competitividade) e dos déficits fiscais, podendo manter, também, autonomia relativa perante os fluxos financeiros entre países.

Considerando que a volatilidade do câmbio intensifica a instabilidade das taxas de juros, as Autoridades Monetárias dos países centrais, desde a crise internacional dos anos setenta, incluem a taxa de câmbio nas decisões de política monetária.¹⁹⁶

É possível identificar, na atuação do Banco Central, no processo de compra e venda de divisas, uma forte associação entre sua política de intervenção no mercado de câmbio e a política de detenção de reservas. Procura-se manter um determinado nível de reservas de forma a evitar o desenvolvimento de tensões futuras no mercado de câmbio. Tais tensões resultariam da necessidade de pesadas intervenções por parte do Banco Central, de forma a manter o valor das cotações da moeda nacional num determinado nível, comprometendo ações futuras em função da insuficiência do nível de reservas. Em suma, o objetivo é manter a estabilidade cambial e garantir a defesa de certo nível de reservas internacionais através da participação ativa da Autoridade Monetária no mercado de câmbio, de maneira a evitar a volatilidade da taxa de câmbio. Para atingir tal objetivo, a taxa de juros pode ser utilizada, explicitando-se, desta forma, sua inter-relação. Uma diminuição da taxa de juros pode estimular a especulação com moedas estrangeiras, enquanto que uma elevação desestimula tal movimento.¹⁹⁷

196 Para uma recuperação da experiência internacional nas décadas de 70 e 80 sobre a relação câmbio-juros-fisco, consultar MIRANDA (1992), op. cit.

197 Miranda (1992, op cit.) destaca que as taxas de juros praticadas pelo Banco Central nas operações de refinanciamento junto aos bancos também podem ser apreendidas como instrumento de política cambial, influenciando a cotação a termo. Além dos refinanciamentos junto aos bancos, os Bancos Centrais operam através das operações de *swaps* de moedas.

A arbitragem promovida pelo Banco Central no mercado de divisas é uma resposta ao movimento de demanda e oferta de diferentes moedas por parte dos *portfolio* privados, domésticos ou não.¹⁹⁸ A Autoridade Monetária, através das intervenções na compra e na venda de divisas, tem papel decisivo na formação das expectativas do mercado, moldando o comportamento futuro da taxa de câmbio. Considerando que as expectativas não têm fundamentação sólida, a credibilidade na ação do Banco Central pode evitar perturbações decorrentes de ações especulativas ou movimentos erráticos.

Se a estabilidade cambial tiver prioridade sobre os objetivos macroeconômicos internos, condicionará a administração da taxa de juros pelo Banco Central e a evolução da oferta monetária. Uma especulação com moedas estrangeiras pode ser revertida se o Banco Central elevar a taxa de juros ou vender reservas internacionais. Tal ação tem impactos monetários: identificam-se variações endógenas na base monetária que resultam da variação das reservas internacionais.

Num contexto de mobilidade internacional do capital, as tendências ao fim da segmentação e à integração global dos mercados financeiros, além do desenvolvimento das *engenharias financeiras*, transformam a taxa de câmbio num canal importante de transmissão da política monetária, ao lado da taxa de juros. A administração dos juros nominais de curto prazo nas economias abertas é determinada: 1. pelo grau de abertura da economia; 2. pela conversibilidade das moedas; 3. pela estrutura do balanço de pagamentos; 4. pelo comportamento das taxas de juros nos mercados internacionais; 5. pelas decisões quanto à composição dos *portfolio* de empresas multinacionais, instituições financeiras e investidores privados; 7. pelo arcabouço legal. Na medida em que a política cambial passa a fazer parte da política monetária, define-se uma faixa de flutuação da taxa de juros compatível com os objetivos de política econômica.¹⁹⁹ Adiciona-se, assim, complexidade à gestão monetária. Na prática, no regime de taxa de câmbio flutuante, o Banco Central arbitra, simultaneamente, as taxas nominais de câmbio e de juros. Desta forma, a "flutuação livre" é substituída por uma "flutuação suja".

A inter-relação câmbio/juros é compatível com a visão pós-keynesiana da endogeneidade da moeda, dado que esta não se confunde apenas com a moeda-creditícia. A livre mobilidade do capital e as transações com diferentes moedas problematizam o controle quantitativo da oferta monetária nas economias nacionais, na medida em que afetam o comportamento da base monetária.

198 A esse respeito, consultar KEYNES (1971b), op. cit, livro 7, cap. 36.

199 DOW, J.C.R.; SAVILLE, I.D. (1990), op. cit.

A internalização de recursos externos numa dada economia depende não só da sua abertura externa, mas, também, da relação câmbio/juros e das condições de juros e liquidez no mercado internacional. Não pode ser descartada a influência das condições de risco e especulativas nos mercados financeiros. O diferencial juros/câmbio pode ser administrado de forma a não prejudicar a *performance* exportadora, ou ainda, a não estimular as importações, sobretudo quando as reservas internacionais forem inelásticas ao manejo da taxa de juros interna. A evolução das reservas internacionais pode condicionar, por sua vez, a própria evolução da relação juros/câmbio. Nesse contexto, o comportamento dos agregados monetários é uma consequência de múltiplas decisões. Como resultado, os agregados monetários não têm relevância como indicadores de política econômica.

Após discutir a interdependência da política de juros em face da política cambial, interessa-me analisar a política fiscal enquanto um conjunto de decisões articuladas às políticas monetária e cambial. Nas palavras de Keynes:

"O Orçamento deve ser considerado como uma parte, e somente uma parte, de uma política econômica integrada."²⁰⁰

No quadro teórico monetarista a fixação da **regra monetária**, que afeta a expansão da base monetária e condiciona a evolução das operações de mercado aberto, força o superávit fiscal de forma a viabilizar a implementação das decisões de gasto do Tesouro. Nesse raciocínio, a gestão monetária estabelece os limites do endividamento do setor público, ou ainda, a condução da política monetária através de regras quantitativas condiciona o cumprimento da restrição orçamentária. Portanto, é possível afirmar que a política fiscal torna-se subordinada à política monetária, ou ainda, às metas quantitativas a que se deve submeter o regime monetário. Aparece, assim, a política fiscal atrelada ao objetivo macroeconômico da estabilidade de preços, afirmando a defesa do não-intervencionismo do Estado.

A literatura de raiz keynesiana associa a política fiscal aos objetivos macroeconômicos de crescimento e emprego, particularmente no contexto da **armadilha da liquidez**. Dá, em geral, ênfase aos impactos do gasto público autônomo sobre a renda via multiplicador, sublinhando o papel anticíclico da política fiscal. A **política fiscal ativa** procura opor-se, sobretudo, à não-neutralidade das instituições financeiras em

²⁰⁰ KEYNES, J. M. (1978). *Activities 1939-45: Internal War finance*. London, MacMillan (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v.22), p. 295.

relação ao crescimento econômico e ao poder assimétrico da política de juros sobre as condições de gasto e financiamento nas fases de expansão e de crise econômica.

Na abordagem pós-keynesiana deve-se rejeitar a idéia de **excesso de emissão da base monetária** quando se analisam as formas de financiamento do Governo. Contrariar-se o suposto monetarista de financiamento inflacionário do Tesouro que se apóia na relação causal unidirecional entre moeda, gasto e preços. Os movimentos endógenos da base monetária, em resposta às necessidades de financiamento do setor público, e sua relação com o nível de preços não podem ser apreendidos a partir de uma relação ideal entre déficit e variação não-inflacionária da base monetária.

Nas economias capitalistas, as decisões do Estado tem várias motivações e suas condições de financiamento ocorrem em estruturas financeiras complexas e abertas. O tratamento analítico da política fiscal numa linha pós-keynesiana deve enfatizar também a importância do nível e das condições internas e externas de financiamento do déficit público, além de seus impactos na condução das políticas macroeconômicas. Aponta-se para uma nova articulação analítica entre tais políticas, que procura enfatizar a **dimensão financeira do déficit público**.

O limite para a utilização da dívida pública como instrumento de financiamento reside nos impactos dos encargos financeiros nos fluxos futuros de receitas e despesas do Tesouro. Em outras palavras, o limite é dado pela **consistência fiscal da política monetária**, de forma a evitar o desenvolvimento de expectativas negativas quanto ao futuro pagamento das dívidas contraídas pelo Estado. Nesse sentido, o problema não adviria simplesmente de um nível elevado de financiamento, mas, principalmente, da taxa crescente de endividamento.²⁰¹

Diante das necessidades de financiamento do setor público, as **práticas financeiras** podem forçar a manutenção de uma política de juros altos, de maneira a garantir o refinanciamento dos títulos emitidos e a colocação de novos títulos. O grau de fragilidade financeira do setor público acaba condicionando a gestão monetária, particularmente, através da política de juros nas operações de mercado aberto. O resultado pode exigir uma ação adicional da Autoridade Monetária sobre o câmbio, o que explicita a complexidade do quadro macroeconômico. Consequentemente, há que manter um diferencial juros/câmbio, favorável ao primeiro, pela necessidade de evitar a fuga para ativos de risco - uma divisa estrangeira forte - diante da incerteza e da eventual

201 KEYNES (1982), *op. cit.*, p. 543.

perda de credibilidade na capacidade regulatória do Estado. O peso e as condições de negociação da dívida do setor público condicionam a política econômica no seu conjunto.

Em tais circunstâncias, o comportamento da base monetária e dos agregados é uma consequência de múltiplas decisões, evidenciando-se o irrealismo de considerá-lo variável-meta da política monetária. Em síntese, numa abordagem pós-keynesiana, reforça-se a idéia de que a abrangência da gestão monetária para afetar decisões deve envolver a ação da Autoridade Monetária através de dois preços básicos da economia: câmbio e juros. Sua inter-relação problematiza o alcance e os efeitos últimos das medidas de política monetária.

2.4 CONCLUSÃO: FUNDAMENTOS DE UMA VISÃO PÓS-KEYNESIANA SOBRE OS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

A abordagem pós-keynesiana atinge de maneira crítica a análise monetarista, contestando a hipótese de independência entre a oferta e a demanda de moeda e as relações entre a oferta de moeda, o volume de transações e o nível geral de preços. A teoria monetária pós-keynesiana aponta para a existência de fatores institucionais que poderiam fazer variar, ao longo de tempo, aquilo que a sociedade considera como moeda; destaca o caráter especulativo da demanda por moeda, como expressão da incerteza; e integra a moeda na teoria da produção e do emprego, concentrando a análise na passagem do tempo histórico e na sua função de reserva de valor como elo entre o presente e o futuro. Partindo destes pressupostos, a crítica à abordagem monetarista sobre os mecanismos de transmissão da política monetária rejeita a suposição da moeda como causa do desequilíbrio, este identificado como instabilidade do nível geral de preços. As conclusões pós-keynesianas contrapõem-se, portanto, à tese das **finanças sadias**, de viés monetarista, que sugere o controle monetário quantitativo, de forma a evitar tal instabilidade.

A relação moeda/preços não deve ser apreendida através da causalidade proposta pelos quantitativistas. Para os pós-keynesianos, as expectativas são centrais para explicar o processo de formação de preços, destacando-se o impacto das decisões microeconômicas sobre a dinâmica monetária, tornando a moeda sancionadora das decisões.

É indispensável analisar a influência da política monetária num contexto histórico e institucional. Os impactos da política monetária estão vinculados não só à

conjuntura econômica como, também, às características institucionais que dizem respeito às estruturas produtivas e financeiras.

A inter-relação das políticas fiscal, monetária e cambial impede a utilização de um raciocínio *ceteris paribus* na avaliação da eficácia das políticas macroeconômicas, admitindo-se que o Banco Central arbitra simultaneamente as taxas de juros e câmbio e a sua gestão é condicionada pela relação com o Tesouro. Embora se reconheça a interdependência das políticas monetária, fiscal e cambial, considera-se que a política monetária tem um espaço de atuação próprio.

O limitado poder da política de juros em relação ao gasto pode ser contornado, em parte, através de uma participação mais ativa do Banco Central no direcionamento dos fluxos de crédito. Não obstante, o sucesso de tal política vai depender das expectativas quanto à rentabilidade e ao risco das empresas financeiras e não-financeiras. Em outras palavras, a definição de uma política monetária seletiva não induz, automaticamente, o crescimento econômico.

Os fundamentos e as implicações de política, no quadro teórico pós-keynesiano, se opõem aos da tese da liberalização financeira. A opção neoliberal minimiza a necessidade de o Estado agir no direcionamento dos fluxos financeiros, no que toca ao desenvolvimento industrial e tecnológico, na medida em que atribui as bases do crescimento à livre iniciativa e ao dinamismo do setor privado.

O conceito de finanças desenvolvimentistas procura privilegiar a regulação dos fluxos intersetoriais de recursos financeiros, através da política monetária seletiva, abandonando o enfoque macroeconômico da teoria ortodoxa das finanças.²⁰² A viabilidade dessa proposta deve ser pensada como uma alternativa, tendo em vista o fracasso das experiências de liberalização financeira recentes e das especificidades das políticas financeiras dos capitalisms bem sucedidos nos processos de reestruturação industrial.²⁰³ Tais experiências mostraram que a política monetária, na sua dimensão creditícia, deve privilegiar a ação setorial, o que pressupõe a articulação da política financeira (fiscal, monetária, cambial) e industrial. Adicionalmente ao esforço de compatibilização entre os fluxos de crédito de curto, médio e longo prazos e os fluxos de gasto e renda, deve-se dar seqüência a reestruturações patrimoniais e reordenamentos

202 FITZGERALD, E. V. K.; VOS, R. (1989), op. cit.

203 Para uma recuperação das políticas de crédito seletivo implementadas no Japão, Coréia, França e Alemanha, consultar IESP/FUNDAP (1992). O formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado. São Paulo, Relatório final de pesquisa.

institucionais, que envolvem, em geral, a definição de soluções para os estoques de dívida assumidos anteriormente.

É necessário retomar as especificidades dos capitalismos tardios, cujas experiências de industrialização foram marcadas por dificuldades do balanço de pagamentos, desequilíbrios intersetoriais e inflação crônica. Mais recentemente, a crise da dívida externa e o desequilíbrio financeiro do setor público não podem ser apreendidos e resolvidos sob os critérios das finanças sadias. O desenvolvimento do quadro teórico, no qual possam ser conciliados os problemas de financiamento numa concepção pós-keynesiana de política monetária, exige recuperar a ação do Estado através da política monetário-creditícia, de maneira a afetar os fluxos de recursos entre as instituições financeiras e não-financeiras. As alternativas de política econômica não têm apenas uma precedência lógica: expressam, também, opções políticas, no sentido estrito. Como consequência, as funções do Banco Central não estão isentas de conotação ideológica, com o que se esvai a pretensa objetividade das práticas monetaristas.

Rejeita-se, portanto, no enfoque pós-keynesiano, a neutralidade da política monetária. Ao integrar a moeda na teoria da produção e do emprego, defende-se que a política monetária afeta os preços relativos, a distribuição do produto e do emprego entre as indústrias e o ritmo e a direção do crescimento, com importantes impactos sociais.

Parte II Brasil: política monetária e relações financeiras

Toda recuperação analítica exige mediações no momento da reflexão sobre uma dada realidade histórica. A evolução da política monetária é condicionada, primeiro, pelas características das estruturas produtiva e financeira (intermediação financeira) da economia e por sua etapa de desenvolvimento; segundo, pela conjuntura econômica; e, terceiro, pelo grau de abertura da economia ao exterior. Simultaneamente, a política monetária pode exercer influência sobre as evoluções micro e macroeconômicas.

A mediação teórica, de natureza conceitual e analítica, torna-se necessária para a análise da evolução recente da gestão monetária no Brasil (1988-92), num quadro de crise financeira e de interdependência das políticas macroeconômicas. As questões analíticas desenvolvidas na abordagem pós-keynesiana podem ser resgatadas no exame da relação entre as estruturas financeiras e a política monetária, destacando-se a lógica das inovações financeiras e a endogeneidade da moeda por atitude acomodativa de seus condutores. Resgatam-se, também, os limites da política monetária, que se traduzem na incapacidade de afetar diretamente as condições de gasto e na perda de flexibilidade na administração da taxa de juros.

O objetivo do terceiro capítulo é destacar a lógica das inovações financeiras no Brasil, no período 1988-92. Defendo a tese de que o processo inovador, embora ocorra ao nível microeconômico, é condicionado pelo quadro macroeconômico. Resulta das condições de valorização e de concorrência das instituições financeiras, sendo que a política monetária pode induzir tal processo.

A incapacidade da política monetária estimular as decisões de gasto via taxa de juros pode ser explicada como a contrapartida da preferência absoluta pela liquidez sob a forma de quase-moedas. Observa-se uma crescente instabilidade, que se manifesta ao longo do período, na evolução da demanda agregada e do nível de preços. No entanto, os limites da política monetária somente podem ser plenamente explicados se aprofundarmos a interdependência das políticas monetária, fiscal e cambial, no caso brasileiro, o que será objeto do capítulo 4.

Nesse contexto, entendo que a essência do debate sobre a gestão monetária diz respeito à incapacidade do BACEN administrar uma taxa de juros compatível com a estabilização e o crescimento. Esta tese se opõe aos diagnósticos e propostas monetaristas que vislumbram a possibilidade de controlar quantitativamente os agregados monetários desde que garantidas determinadas condições institucionais, entre as quais um Banco Central independente para seguir regras pré-estabelecidas.

CAPÍTULO 3 INOVAÇÕES FINANCEIRAS, CRÉDITO E INSTABILIDADE

3.1 INTRODUÇÃO

A abordagem pós-keynesiana destaca o papel das estruturas financeiras na análise da gestão monetária. A evolução dos juros e da liquidez da economia resulta da relação entre o Banco Central, os bancos e o público não-bancário.

Tomando com referência este arcabouço teórico, pretendo, neste capítulo, mostrar de que maneira as inovações financeiras explicam, em parte, a capacidade de adaptação das instituições financeiras no Brasil diante da crise. O objetivo é explicitar alguns rearranjos institucionais que expandiram a utilização de quase-moedas, isto é, de ativos líquidos, com tempo e custo desprezíveis para a conversão em moeda manual ou depósitos à vista. É possível afirmar que as estratégias bancárias se refletem num conjunto de inovações financeiras em contexto de concorrência, no qual o objetivo é a valorização do capital no circuito financeiro.

Procuró examinar o processo de inovações financeiras no Brasil no período Collor, contrapondo-o ao final da década de 80, numa conjuntura caracterizada pela crise financeira do setor público, pela instabilidade inflacionária e pela crescente abertura externa. Defendo a tese de que o processo de inovações financeiras no Brasil assumiu uma face pública e outra privada, sendo determinado não só pelas condições macroeconômicas, mas, também, pelas estratégias microeconômicas das instituições financeiras. Com efeito, a condução da política monetária foi indutora desse processo. Por sua vez, foi condicionada pelas inovações financeiras. Em outras palavras, as inovações financeiras afetaram a evolução da política monetária, restringindo a capacidade de o Banco Central do Brasil-BACEN controlar quantitativamente os agregados monetários. Na prática, o BACEN sancionou a "nova" institucionalidade. Nesse processo, marcado pela preferência por ativos líquidos, num mecanismo defensivo-especulativo dos agentes econômicos, o BACEN também não conseguiu, via taxa de juros, impulsionar as condições de gasto.

Ao longo da década de 80, os determinantes do processo inovador, no âmbito do setor público, obedeceram, fundamentalmente, à necessidade de financiamento do setor público, induzindo o desenvolvimento da quase-moeda. Destacou-se, também, a ação ativa dos bancos múltiplos privados na introdução de inovações financeiras, no período 1988-92. Estas podem ser desdobradas em dois grupos. No primeiro, os bancos

desenvolveram, internamente, novos instrumentos de captação de recursos, sob a forma de quase-moedas, de maneira a atender a preferência pela liquidez dos seus clientes. No segundo, deu-se a expansão, num quadro de forte instabilidade macroeconômica, do processo de securitização e das operações fora de balanço, que abrangeram, fundamentalmente, as negociações dos mecanismos de proteção e transferência de risco microeconômico: *swaps*, opções e futuros.

Interessa-me, sobretudo, analisar o desenvolvimento dos instrumentos de captação no mercado interno sob a forma de quase-moedas, procurando, na primeira parte deste capítulo, explorar:

- 1) a relação entre a fragilidade financeira do setor público e as inovações financeiras que representaram o aperfeiçoamento das quase-moedas;
- 2) a relação entre a condução da política monetária e as inovações financeiras dos bancos múltiplos privados. A esse respeito, destacam-se, particularmente, os impactos da Reforma Bancária de 1988.

A segunda parte do capítulo examina, no contexto de preferência absoluta pela liquidez, as relações entre política monetária, crédito e instabilidade, dando ênfase:

- 1º) às mudanças nas fontes de captação e uso de fundos por parte dos bancos múltiplos privados;
- 2º) às condições de demanda e de oferta de crédito, destacando a incapacidade de o BACEN melhorar as condições do mercado de crédito através do manejo da taxa de juros.

3.2 AS INOVAÇÕES FINANCEIRAS NO BRASIL (1988-92)

3.2.1 Arcabouço conceitual-analítico das inovações financeiras

O conceito de inovações financeiras abrange a introdução de novos produtos financeiros para atender à demanda de liquidez, derivada de comportamentos defensivos e especulativos, ou ainda, às necessidades de financiamento dos agentes econômicos. Envolve, também, o desenvolvimento de novos processos, tais como o avanço tecnológico nos sistemas de pagamentos, permitindo o pagamento através de cartões magnéticos e a transferência eletrônica de fundos entre depósitos remunerados e depósitos à vista ou moeda manual.²⁰⁴

204 GOODHART (1989), *op. cit.*

Os determinantes das inovações financeiras privadas remetem à lógica de concorrência das instituições financeiras, procurando contornar, muitas vezes, o arcabouço legal - entendido como o conjunto de regulamentações - e o quadro macroeconômico sinalizado pela política monetária. Destacam-se, também, as inovações financeiras públicas, motivadas por restrições fiscais ou cambiais. Assim, o processo inovador e as imitações que se seguem ganham dimensões mais amplas ao incorporar as dimensões pública e privada desses processos.²⁰⁵

Dado que o nosso período de análise refere-se a uma fase de crise da economia brasileira, o conceito de inovações financeiras pode ser reinterpretado de forma a apreender a capacidade criativa das instituições financeiras, no sentido de criar mecanismos para superar as dificuldades conjunturais, introduzindo alternativas operacionais e institucionais. Por outro lado, as relações entre as instituições financeiras e seus clientes mudaram diante das intervenções do BACEN. Em suma, as inovações financeiras são novos arranjos institucionais, resultantes de práticas especulativas e defensivas das instituições financeiras, dentro de um determinado quadro de restrições legal e macroeconômica.

O conceito de inovações financeiras utilizado por Minsky aparece, fundamentalmente, associado à expansão cíclica, e procura captar as causas da expansão da liquidez da economia em volume superior à base monetária diante das medidas restritivas do BACEN. Para Minsky, a expansão da liquidez, através das quase-moedas, e o aumento da velocidade de circulação da moeda (M1) são aspectos do processo de crescimento dos gastos na economia. Todavia, num quadro de crise financeira, a expansão das quase-moedas também problematiza o controle monetário reafirmando o caráter endógeno do comportamento dos agregados monetários.

Entendo que as quase-moedas são ativos financeiros não plenamente líquidos, pois, não possuem poder liberatório. No entanto, considera-se o tempo e o custo de conversão em depósitos à vista ou moeda manual desprezíveis. Nesse sentido, a chamada moeda indexada é uma forma de quase-moeda, que se refere a ativos financeiros os quais incorporam uma cláusula de variação do seu valor de face em função de algum referencial externo para garantir remuneração real.²⁰⁶

205 BOISSIEU, C. (1990). Recent developments in the French financial system: an overview. In: *Banking in France*, London: Routledge, p. 1-25.

206 Para uma recuperação da evolução dos contratos indexados, ver BARROS, L. C. M. de (1991), *A moeda indexada*, mimeo, p. 3. A Reforma Financeira de 1964/65 no Brasil introduziu o contrato financeiro indexado, criando a ORTN com valor corrigido pelo IGP. Por outro lado, o autor destaca que a primeira forma de quase-moeda, ainda no início dos anos setenta, correspondeu às operações de mercado aberto lastreadas em títulos públicos de curto prazo, que

O aperfeiçoamento das quase-moedas no Brasil privilegiou o desenvolvimento de ativos financeiros com alto grau de liquidez. A transferência eletrônica de fundos permite a conversão praticamente automática das quase-moedas para os depósitos à vista. Com essa vinculação os agentes econômicos passaram a utilizar-se das quase-moedas como se tivessem poder liberatório. Assim, os prêmios de liquidez da moeda de curso forçado e das quase-moedas se igualam, impulsionando a demanda por estas últimas. A decisão de demandar quase-moedas, num quadro de instabilidade inflacionária, torna-se, basicamente, uma função de seu rendimento nominal, o que a moeda corrente não possui.

3.2.2 A crise de financiamento do Estado e as inovações financeiras públicas

A liquidez da riqueza financeira constituiu a contrapartida da crise do padrão de financiamento da economia brasileira ao longo da década de 80. A política de ajuste externo e o fracasso dos sucessivos planos de estabilização aprofundaram a incerteza, reduzindo o horizonte de cálculo empresarial e induzindo comportamentos defensivo-especulativos que se traduziram numa demanda crescente por quase-moedas. No limite, a liquidez dos títulos transacionados obscureceu a distinção entre moeda-transação e aplicação financeira, com impactos sobre a política monetária.

No final da década de 80, o sistema financeiro herdara, inovações financeiras na forma de quase-moedas que garantiam a rolagem dos títulos da dívida pública e atendiam à demanda de liquidez dos agentes econômicos num quadro de estagflação. O papel ativo do BACEN na expansão das quase-moedas subordinava, de forma crescente, a gestão monetária através das operações de mercado aberto e do endividamento de curto prazo do setor público. Os determinantes do processo criador de quase-moedas no âmbito do setor público, ao longo da década de 80, obedeceram, fundamentalmente, à necessidade de financiamento do setor público e/ou à rolagem diária da dívida junto ao setor financeiro, e levaram ao aperfeiçoamento gradativo das quase-moedas, na forma de **moeda indexada**. As inovações financeiras públicas, portanto, refletiram as necessidades de refinanciamento da dívida pública de curto prazo.

Quanto às inovações financeiras nas operações de mercado aberto, cabe destacar, em primeiro lugar, os seus impactos sobre as reservas bancárias. Na falta de comprador final para os títulos públicos, desenvolveu-se o acordo de recompra, mecanismo que

ganharam impulso com a implantação do sistema SELIC. No entanto, o autor opta por trabalhar com o termo *moeda indexada*.

caracteriza a colocação dos títulos da dívida pública no mercado com o compromisso de recomprá-los dentro de um prazo previamente acordado. Em novembro de 1979, o BACEN autorizou que as liquidações financeiras das operações de compra e venda de títulos públicos fossem feitas diretamente na conta reservas bancárias, no mesmo dia da operação. A decisão transformou os títulos públicos em substitutos quase perfeitos para as reservas bancárias. A negociação dos títulos em circulação no mercado passou a afetar diretamente a conta reservas bancárias, sem que o BACEN participasse das operações.²⁰⁷

A quase-moeda na forma de depósitos de *overnight*, lastreada em títulos públicos de curto prazo, ganhou impulso após a implantação do sistema SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia para títulos públicos federais) em 1979. O compromisso informal, selado entre o BACEN e as instituições financeiras, garantia as condições de financiamento do setor público, eliminando os prejuízos dessas instituições no carregamento de títulos públicos. Isto se dava através de três mecanismos básicos: 1º, manutenção da taxa dos depósitos *overnight* abaixo da rentabilidade da carteira média de títulos públicos das instituições financeiras; 2º, troca de títulos, que implicassem prejuízo, por outros com rentabilidade à taxa dos depósitos *overnight*; 3º, zeragem automática da parcela de títulos não financiados junto ao mercado, no fim do dia, garantindo a rentabilidade do *overnight*. O risco de descasamento entre as taxas de captação (taxa *over*) e de aplicação (rentabilidade média da carteira de títulos) por parte das instituições financeiras no carregamento de títulos públicos foi superado com a introdução de uma nova unidade de conta contratual. Introduziu-se, com a criação da LBC - título emitido pelo BACEN -, a indexação financeira cumulativa das taxas diárias do período de vigência do título. Quando os bancos não conseguiam captar recursos de terceiros, no curtíssimo prazo, para lastrearem suas carteiras, o risco de carregamento de títulos públicos era eliminado pela zeragem automática.

207 Consultar BRANDÃO, C. (1991). O ABC da política monetária para execução de programas de ajustamentos macroeconômicos, *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 45, especial, p. 357-81. Para Brandão, a volatilidade das reservas bancárias, consequência das modificações institucionais ocorridas em 1979, impedia um efetivo controle sobre a liquidez da economia. Para o ex-presidente do BACEN o nível das taxas de juros no mercado monetário deve ser resultado do maior ou menor saldo total das reservas de livre movimentação dos bancos comerciais e não da decisão do BACEN. As taxas de juros praticadas no mercado monetário servem como sinalizadores para os demais mercados (financeiro e de capitais). Na mesma linha, BARBOSA, F. HOLANDA (1991). O mercado aberto brasileiro: análise dos procedimentos operacionais. *Revista Brasileira do Mercado de Capitais*, v.16, n.43, p. 37-60, defende que o controle da taxa de juros praticado no Brasil ao longo da década de 80, deve-se a problemas operacionais, que deviam ser superados em favor de um efetivo controle monetário.

A criação do mercado interbancário, em 1986, deu maior autonomia ao movimento das reservas bancárias, assumindo o CDI (Certificado de Depósito Interbancário) papel de destaque nas transferências entre instituições financeiras.

Os títulos públicos transformaram-se, ao longo dos anos 80, em quase-moeda, permitindo a captação de recursos de curtíssimo prazo para o Tesouro Nacional. A indexação financeira diária pela taxa *overnight* correspondia a um sistema de repactuação pelas taxas de juros flutuantes que embutia as expectativas quanto à inflação futura. Com a aceleração inflacionária, aumentou o custo de financiamento dos títulos públicos, agravando o desequilíbrio financeiro do Estado.²⁰⁸ No final da década de 80, a ameaça de desestabilização do sistema de preços condicionava a manutenção e o sancionamento de uma política de juros reais pelo BACEN. Com tal política, o Governo tinha por objetivo garantir o refinanciamento da dívida pública, evitando a fuga para ativos reais e/ou de risco.

A contrapartida das modificações no âmbito das operações de curto prazo com títulos públicos foi a crescente demanda por liquidez por parte do público não-financeiro.

O processo de concentração dos ativos financeiros nos depósitos de *overnight* se aprofundou, após 1983, em função do ajuste do setor privado. A demanda por ativos líquidos remunerados, por parte das pessoas físicas, acentuou o processo de concentração das aplicações financeiras no *overnight*, sendo que o detentor efetivo dos títulos públicos que lastreavam as operações de *over* era o intermediário financeiro.²⁰⁹ Cabe destacar, também, a criação dos fundos ao portador, no segundo semestre de 1986, como outra forma de quase-moeda em contexto de instabilidade. Procurava-se, através do fundo criado, evitar a fuga de capitais (de origem ilícita ou não declarada) do mercado financeiro, na medida em que se permitia a aplicação de recursos no curtíssimo prazo e sem identificação nominativa.

Os Planos Collor I e II exerceram impactos significativos sobre essa institucionalidade, tanto no mercado aberto quanto na expansão das quase-moedas. O objetivo da Reforma Monetária de 1990 foi retirar de circulação o "excesso de liquidez"

208 ... A introdução do imposto de renda de curto prazo procurou compensar, de maneira parcial, a perda do imposto inflacionário (BARROS (1991) op. cit., p. 23).

209 Para BARROS (1991), op. cit., o *over* constituía uma espécie de depósito à vista remunerado com um compulsório de 100% lastreado em títulos públicos, cujo recolhimento não era defasado em relação à data do depósito.

da economia, bloqueando parte do estoque de ativos monetários e não-monetários.²¹⁰ A Reforma Monetária impunha um ajuste patrimonial que se expressava no alongamento compulsório dos prazos do estoque de riqueza financeira privada e do perfil da dívida pública, com redução do seu custo de financiamento.²¹¹

Com o fim da zeragem automática, a partir de junho de 1990, o BACEN extinguiu o financiamento diário e automático ao custo do *overnight* às instituições financeiras que não conseguissem financiar sua carteira de títulos públicos junto ao mercado. As instituições financeiras ilíquidas deveriam recorrer às operações de redesconto junto ao BACEN com custo punitivo, dado que nos empréstimos de liquidez seriam cobradas taxas de juros acima do *overnight*. O ajuste do setor financeiro envolveu a reintrodução do descasamento entre a rentabilidade dos títulos públicos e a taxa do *overnight*, em função do relançamento da LTN (Letra do Tesouro Nacional - título prefixado) em substituição à LFT (Letra Financeira do Tesouro) nas operações de mercado aberto, no final de maio de 1990. Quanto à continuidade das modificações no mercado aberto, destacam-se a incidência do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) para operações financeiras com prazo inferior a 18 dias úteis, afetando a remuneração dos depósitos de *overnight*, e a determinação de um novo limite na alavancagem de títulos públicos e privados nas carteiras das instituições financeiras para operações de mercado aberto, aumentando, em termos relativos, a alavancagem em títulos privados.²¹²

210 Por determinação da Medida Provisória nº 168 (15/03/90) foram convertidos para o cruzeiro: o meio circulante (conversão ao par); os depósitos à vista e de poupança no limite de até NCz\$ 50 mil; as operações compromissadas (basicamente contas remuneradas e depósitos de *overnight*) até NCz\$25 mil ou 20% do valor aplicado, prevalecendo o maior; os depósitos a prazo - debêntures, letras de câmbio, quotas de fundos de curto prazo, de renda fixa - no limite de 20 % do valor aplicado. Durante o prazo de retenção, os ativos bloqueados receberiam atualização monetária de acordo com a variação do BTN fiscal, além de juros de 6% ao ano. Permaneceram excluídos do bloqueio as disponibilidades e os ativos financeiros dos governos federal, estadual e municipal, que foram integralmente convertidos em cruzeiros.

211 O ajuste patrimonial foi complementado pela incidência de um deságio - imposto por tributação extraordinária - e pela correção parcial do valor do estoque de ativos financeiros (VOB). Através da Medida Provisória nº 160, de 15/03/90, determinou-se uma tributação extraordinária, na forma de Imposto sobre Operações Financeiras, sobre as aplicações em ouro, ações acima de 10 mil BTN, depósitos de poupança acima de 10 mil BTN, depósitos de *overnight*, letras de câmbio, depósitos a prazo, debêntures, etc. Foi estabelecido, também, através da Medida Provisória nº 162, de 15/03/90, um imposto, em caráter permanente, sobre ganho de capital nas operações realizadas nas bolsas de valores, de mercadorias e de futuros.

212 Através da Circular nº 1773 (10/07/90), o BACEN determinou novo limite de alavancagem dos títulos públicos e privados nas carteiras das instituições financeiras, que passou a ser de 10 vezes o patrimônio líquido. A Medida Provisória nº 195, de 2/07/90, instituiu a cobrança do IOF sobre operações financeiras com prazos inferiores a 18 dias úteis, sendo que o Decreto nº 9374 (9/07/90) estipulou o valor das alíquotas (de 0.2% ao dia, com valores decrescentes até o prazo de 18 dias úteis), permanecendo isentas as aplicações em caderneta de poupança e as operações de compra e venda de ações. A incidência do IOF procurava alongar os prazos das aplicações financeiras.

O Plano Collor II pôs fim à institucionalidade do mercado aberto como um sistema de depósitos remunerados, com a extinção dos depósitos *overnight* para pessoas físicas e jurídicas não-financeiras, no qual os títulos da dívida pública serviam como lastro (reservas) desses depósitos. Dentre as inovações financeiras na forma de quase-moedas, cabe lembrar a criação do **Fundo de Aplicações Financeiras (FAF)** no bojo do Plano Collor II²¹³, com o qual se pretendia absorver os recursos de curtíssimo prazo da economia correspondentes à moeda transação.

O eixo do novo plano residia na desindexação da economia, visto que, na opinião da equipe econômica, o processo de indexação formal de contratos colocava-se como um obstáculo estrutural para conseguir a efetividade da política monetária como um instrumento de estabilização. O plano de desindexação da economia acabou com o Bônus do Tesouro Nacional (BTN) e o Bônus do Tesouro Nacional Fiscal (BTNf) e criou a **Taxa Referencial de Juros (TR)**.²¹⁴ Assim, o contexto de instabilidade inflacionária foi enfrentado com a definição de uma nova unidade contratual com a qual se reintroduziu o conceito de taxa de juros flutuante, a TR. Esta pretendia substituir na formação das taxas nominais de juros a memória inflacionária pela expectativa oficial quanto à inflação futura embutida nos juros nominais.²¹⁵ Assim, a criação da TR eliminava a

213 O FAF foi instituído pela Resolução nº 1787, de 31/01/91. As aplicações da carteira do FAF deveriam seguir os seguintes critérios: no mínimo 43% dos recursos na aquisição de títulos federais ou de depósitos no BACEN (sendo 23% no mínimo em depósitos remunerados pela TR), 10% em Títulos de Desenvolvimento Econômico (TDE), 3% em Títulos de Desenvolvimento Social (TDS), 2% em depósitos à vista e, no máximo, 42% em recursos livres. A composição da carteira do FAF implicou o direcionamento compulsório dos recursos de curtíssimo prazo captados pelas instituições financeiras, com o objetivo de obter um mercado cativo para títulos públicos estaduais e federais, além de financiar projetos de mais longo prazo. A Resolução nº 1792 (26/02/91) revogou a decisão que determinou a extinção dos Fundos Mútuos de Renda Fixa, a partir de 1/03/91, e autorizou a constituição e o funcionamento dos Fundos de Investimento em quotas dos Fundos de Aplicação Financeira.

214 A Medida Provisória nº 295, de 31/01/91, extinguiu o BTN e o BTN fiscal. Na mesma data, a Medida Provisória nº 294 criou a TR e a TRD (Taxa Referencial de Juros Diária), que poderiam ser utilizadas como base para a remuneração dos contratos financeiros, desde que com prazo ou período de repactuação superior a 90 dias. A TR também seria utilizada para correção do valor das cadernetas de poupança, VOB (Valores à ordem do BACEN) e saldos devedores do SFH. A Circular nº 1891, de 31/01/91, proibiu a indexação para títulos inferiores a um ano com base em índices de preços.

215 A TR seria fixada pelo BACEN nos meses de fevereiro e março, de forma que o mercado financeiro se acomodasse à novas regras sem sobressaltos. A Resolução nº 1805, de 27/3/91, estabeleceu a metodologia de cálculo: a partir de abril, seria determinada pelo cálculo da média ponderada das taxas de juros dos CDB prefixados de 30 dias, praticadas nos 3 últimos dias do mês anterior e nos 3 primeiros dias do mês corrente, com base nas informações fornecidas pelas 20 maiores instituições financeiras escolhidas pelo BACEN. A seleção das instituições obedeceria ao critério de volume de captação de depósitos a prazo dos bancos múltiplos com carteira comercial ou de investimento, bancos comerciais, bancos de investimento e caixas econômicas. Depois de calculada a taxa média praticada, o BACEN aplicaria um redutor de 2% para chegar à TR do mês. As alterações do período de coleta de dados foram introduzidas pela Resolução nº 1878, de

indexação dos títulos financeiros à taxa de juros *overnight*, evitando a valorização imediata do estoque das quase-moedas.²¹⁶

No segundo semestre de 1991, no contexto de liberação dos cruzados novos, o BACEN criou o Depósito Especial Remunerado (DER), uma outra quase-moeda, com o objetivo de manter no sistema financeiro os recursos desbloqueados.²¹⁷ O DER, conta através da qual os cruzados seriam liberados, permitiria assegurar rentabilidade e liquidez diárias aos detentores do novo ativo financeiro.²¹⁸

Por último, cabe lembrar que as chamadas **moedas da privatização** (com poder liberatório das dívidas governamentais) correspondem, também, a quase-moedas, porquanto permitiram a expansão da disponibilidade de financiamento do setor privado no processo de privatização, diminuindo as necessidades de M1 em função das transações com títulos de dívida do setor público. A liquidez sistêmica, dependia, em última instância, da ação do Governo, por exemplo, aceitando títulos de dívida emitidos por suas esferas administrativas como pagamento das empresas a serem privatizadas. Foi possível, assim, dar seguimento ao processo de reestruturação patrimonial dos setores público e privado na crise.²¹⁹

23/10/91. O Plano Eliseu, em abril de 1993, mudou a fórmula de cálculo da TR e extinguiu a TRD.

216 Com a instituição da TR abria-se espaço para a remuneração da moeda transação abaixo da inflação, na forma de um imposto implícito sobre a quase-moeda.

217 A antecipação da devolução dos cruzados, estabelecida pela Portaria nº 729 do BACEN, determinou a liberação integral dos saldos em cruzados novos inferiores a Ncz\$ 200000,00. Os demais seriam liberados em 13 parcelas, a partir de 16/08/91. O esquema de devolução dar-se-ia através do DER, conta com rendimento diário, corrigida pela variação da TR mais juros de 8% ao ano. Essa conta especial não poderia receber novos depósitos e, após fevereiro de 1993, a taxa de 8% ao ano teria uma redução de 0.5% a cada semestre, até chegar aos juros de 6% ao ano, que remuneram as cadernetas de poupança.

218 Na composição do DER, 20%, no mínimo, deveriam ser depositados no BACEN, rendendo a TRD mais 3.5% ao ano; 10%, no mínimo, até um máximo de 20%, poderiam corresponder a operações de crédito rural; o saldo deveria ser aplicado em títulos públicos federais, Bônus do BACEN e Notas do Banco Central (Circular nº 2001, de 6/08/91). A partir de 16/09, títulos estaduais e municipais emitidos anteriormente a 30/06/91 poderiam compor o compulsório até o máximo de 10%. A composição do DER e a possibilidade de recolhimento do compulsório sobre títulos privados em títulos federais ampliavam a capacidade de o BACEN colocar títulos públicos abaixo das taxas de juros de mercado. É relevante destacar que o BACEN reduziu os impactos do custo de financiamento do estoque da dívida pública no momento de troca de passivos do setor público, ao ampliar os canais compulsórios de colocação dos títulos públicos junto ao mercado.

219 Nas privatizações do período 1990-92, a cesta de moedas incluía Debêntures da Siderbrás, Títulos da Dívida Agrária, Certificados de Privatização, Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento, Créditos e Títulos da Dívida Externa e Débitos Vencidos, Renegociados/Securitizados. Para facilitar a negociação entre as instituições financeiras, as moedas da privatização foram centralizadas no CETIP (Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos). A esse respeito, consultar Gazeta Mercantil, Relatório Brasil 93. 25/09/92.

3.2.3 As inovações financeiras privadas como estratégias de concorrência

Os objetivos das inovações financeiras privadas no Brasil, no período 1988-92, remetem:

- 1) à manutenção dos recursos no sistema financeiro em um quadro de fragilidade financeira do setor público e de grande instabilidade inflacionária, dividindo o *float* com seus clientes num contexto competitivo;
- 2) à reação à política de juros elevados e à instabilidade macroeconômica, através da securitização e do desenvolvimento de mecanismos de proteção e transferência dos riscos microeconômicos.

Assim, é possível afirmar que as inovações financeiras privadas resultam das condições macroeconômicas e se inserem num quadro de estratégias de concorrência, cujo objetivo é ampliar a participação relativa das instituições financeiras no mercado. Mais especificamente, a combinação entre automação, altas e variáveis taxas de inflação e de juros e a própria concorrência interbancária levam à introdução de inovações financeiras. Estas se traduzem em novas formas de ativos financeiros com elevada liquidez e em novos contratos, tais como a securitização de dívidas, contratos com taxas de juros flutuantes e derivativos.

Para uma compreensão mais ampla do processo inovador privado, considero necessário recuperar, a seguir, as estratégias de concorrência dos bancos múltiplos, destacando seu contexto institucional.

3.2.3.1 Traços centrais das estratégias de concorrência: o papel ativo dos bancos múltiplos privados

A Reforma Bancária implementada pelo BACEN em 1988 (Resolução nº 1524, de 21 de setembro de 1988) adaptou o marco legal à realidade institucional do mercado financeiro brasileiro, referendando um processo econômico já existente. A conformação institucional multibancária surge, inicialmente, nos anos sessenta, como resposta aos incentivos do governo federal, e se consolida nas décadas seguintes através de movimentos de concentração e de conglomeração bancários.²²⁰

Através da nova legislação facultou-se a constituição do banco múltiplo enquanto uma instituição financeira que abrigaria de duas a quatro carteiras (comercial; de

²²⁰ Sobre este ponto consultar TEIXEIRA, N. G. (1985). O sistema bancário brasileiro e suas transformações frente à crise atual, Campinas, UNICAMP/IE, tese de doutoramento.

investimento, no caso dos bancos privados, ou de desenvolvimento, no caso dos bancos oficiais; imobiliária; e de crédito, investimento e financiamento).²²¹ Com a extinção da exigência da carta-patente, a entrada de novas instituições no mercado financeiro brasileiro passou a envolver requisitos de capital mínimo necessário (variáveis conforme a carteira), requerimentos quanto ao grau de alavancagem, além de critérios de idoneidade e competência dos seus gestores.

Segundo os objetivos liberalizantes da Reforma Bancária de 1988, o multibanco propiciaria: racionalizar o sistema de intermediação financeira através da unificação dos balanços contábeis e do sistema de caixa único; reduzir os custos administrativos e a taxa de juros; obter maior fluidez dos fluxos financeiros pela eliminação da vinculação entre as fontes de captação e de aplicação de recursos, e promover a desconcentração bancária.²²² A entrada de novas instituições, após a extinção da carta-patente, teve implicações econômicas significativas na estrutura de mercado, alterando estratégias de concorrência e critérios de segmentação do mercado. A instituição do banco múltiplo não implicou o fim da especialização das instituições financeiras. Todavia, as novas tendências quanto à especialização não resultam de restrições legais, mas constituem um resultado das estratégias de concorrência. O grande número de bancos múltiplos (Quadro 3.1), embora se tratasse de um mercado concentrado, impôs a necessidade da procura de nichos rentáveis de atuação por parte das instituições.

Ao longo do período em análise, acentuou-se a disputa por fatias de mercado, o que se refletiu num intenso processo de diferenciação de produtos e serviços e na definição do público-alvo. Na definição das estratégias de seletividade, os bancos privados estrangeiros - pioneiros nessa estratégia - e os novos bancos múltiplos privados nacionais forçaram, em grande parte, a redefinição do perfil de atuação dos grandes bancos múltiplos privados nacionais. Nota-se uma tendência à redução do número de bancos múltiplos privados nacionais com perfil varejista²²³ - com pesadas estruturas

221 Para uma recuperação da legislação editada, ver Bancos Múltiplos, Coletânea de atos normativos do Banco Central do Brasil, FIPE/USP, SP, março de 1990. O Regulamento Anexo à Resolução nº 1524, de 21/09/88, estabeleceu as regras para o funcionamento dos bancos múltiplos.

222 O Regulamento Anexo à Resolução nº 1424 (artigo 10) extingue a vinculação entre ativos e passivos, salvo aqueles ligados às Sociedades de Crédito Imobiliário (através da caderneta de poupança) e ao crédito rural (através do compulsório sobre depósitos à vista). Consultar IESP/FUNDAP (1988). Padrão de financiamento da economia brasileira: considerações sobre seu reordenamento, São Paulo, Relatório Final, p. 207).

223 Na opinião de especialistas do setor financeiro há uma tendência à redução do número de bancos nacionais ou regionais que permanecerão atuando como bancos varejistas. A liderança nesse segmento do setor bancário privado cabe ao Bradesco, cuja estratégia é a de massificação dos serviços, com ênfase para a informatização e o auto-atendimento. Entretanto, o Itaú, de perfil nitidamente varejista, adota estratégias seletivas, objetivando aumentar a sua participação no segmento de pessoas físicas de alta renda (Revista Exame. O Itaú chega mais perto do Bradesco.

operacionais e administrativas em função da rede de agências. Ademais, observa-se uma intensa disputa nos segmentos dos *private* e *corporate banks*, que representam uma tendência à especialização no atendimento à clientela, pessoas físicas e jurídicas, respectivamente. As inovações financeiras privadas expressam as estratégias competitivas dos bancos múltiplos privados, que se sintetizam na tendência à segmentação do mercado em função da seleção da clientela.²²⁴

A automação bancária, o redimensionamento e o aumento da eficiência das estruturas operacionais constituem pilares das estratégias competitivas, dando continuidade a um processo iniciado, particularmente, depois do Plano Cruzado, que pode ser sintetizado através de três palavras-chave: tecnologia, administração e informação.²²⁵ Além da informatização das agências e dos serviços aos clientes, os bancos múltiplos privados procuraram aumentar a eficiência e a produtividade das estruturas operacionais, com o fechamento de agências deficitárias, a diminuição do número de funcionários, o treinamento de pessoal e a descentralização de decisões, acentuando a terceirização de serviços gerais (limpeza, transporte, segurança, alimentação e telefonia) e, em menor escala, do suporte administrativo (recursos humanos, treinamento, pesquisa, jurídico).²²⁶

5/8/92, p.32-33). O Bamerindus também trabalha em cima de segmentos, criando inclusive produtos conforme a necessidade dos seus clientes, de forma a enfrentar os concorrentes, mantendo, no entanto, seu perfil de banco de rede nacional, sem abandonar sua base agrícola (Gazeta Mercantil, Relatório Os Bancos, 31/3/93).

224 A respeito do processo de concorrência interbancária e as tendências da intermediação de serviços nos países da OCDE, ver BRÖKER, G.; CORTINA, R. (1990), op. cit.

225 O fim da reserva de mercado de informática induziu um intenso programa de investimentos por parte dos bancos múltiplos privados, com aplicações estimadas em 290 milhões de dólares ao longo de 1993. Tais investimentos permitirão oferecer novos serviços e produtos aos clientes, ao aumentar a velocidade e a disponibilidade de informações, dentro da estratégia de automação das agências, privilegiando o auto-serviço (terminais de clientes, *cash-dispenser*, caixas automáticos e banco por telefone). No que se refere às pessoas jurídicas, os bancos objetivam transformar as agências em unidades de negócios, adequadas a um ambiente de estabilidade (Banco Hoje, Nova tecnologia para os bancos, jul./93).

226 Pesquisa realizada pela SERASA (Centralização de Serviços dos Bancos S/A), para a revista Banco Hoje, destaca a participação relativa das ações que os bancos praticaram no período recente na busca da eficiência: informatização das agências (86%), informatização dos serviços aos clientes (59%), racionalização para mudanças de processos (58%), terceirização de serviços (55%), descentralização de alçadas (52%), treinamento de pessoal para atendimento a clientes (42%), programa de produtividade (16%), círculo de controle de qualidade (7%). A respeito da implantação e dos resultados dos programas de qualidade em andamento (1993), consultar Banco Hoje, Qualidade nos bancos: pesquisa, jul./93. Nas estratégias de redução de custos, cabe ressaltar convênios que objetivam: o pagamento a aposentados através da redistribuição por agências, em dez cidades do país; a formação de um *pool* para compensação eletrônica de cheques e para a realização da compensação de cheques através da troca de fitas magnéticas; e a organização do transporte de malotes e de valores em algumas regiões do país. Os bancos médios e pequenos também procuraram reduzir custos, particularmente através da associação para a compensação eletrônica, reunindo 40 bancos em São Paulo e 20 no Rio de Janeiro. A esse respeito, consultar Revista Exame, Vamos dividir a conta, 5/2/92.

No novo contexto competitivo, os intensos programas de investimento em automação bancária ganharam novas dimensões. Os bancos múltiplos privados procuraram definir novas relações junto aos clientes (pessoas físicas e jurídicas). Nesse sentido, a tecnologia vem viabilizando uma transformação estrutural nas instituições financeiras, permitindo a realização de transações financeiras através de telefone, *fax* ou terminais privados. Destaca-se, nesse processo, a estratégia de implementação ou expansão de programas de *office-banking* e *home-banking*, com a qual pretende-se ampliar o número de serviços por cliente, particularmente para as pessoas jurídicas e físicas com renda mensal e patrimônio acima de determinada faixa, livrando-os do comparecimento à agência bancária.²²⁷ Em outras palavras, a **transmissão eletrônica de dados e a transferência eletrônica de fundos** estão na base da ampliação da gama de serviços prestados e da concorrência pelo público-alvo dos bancos múltiplos privados.

No segmento dos *corporate banks*, as novas relações das instituições financeiras com as empresas não-financeiras se expressam no leque de serviços prestados pelos bancos múltiplos privados. Os bancos estrangeiros foram os pioneiros na estratégia centrada na seletividade dos clientes, dado que a sua gestão esteve tradicionalmente associada às empresas de primeira linha. No período recente, a atuação dos bancos múltiplos de menor porte e dos bancos estrangeiros tem sido central para qualificar as novas condições de concorrência com os grandes bancos privados nacionais na prestação de serviços, destacando-se: 1º, as operações de securitização, através do lançamento de bônus e *export notes* e, 2º, as atividades de assessoria na gestão de carteiras, de fundos de pensão, na reestruturação de dívidas e nas operações no mercado de capitais.²²⁸ A expansão de tais serviços foi estimulada, adicionalmente, pela abertura externa e pelo processo de privatização no período Collor. Na prática, o custo da estrutura operacional condiciona o padrão de rentabilidade dos grandes bancos múltiplos privados nacionais de rede, mesmo que adotem o mesmo nicho de atuação de seus concorrentes estrangeiros ou, principalmente, de nacionais de menor porte.

No segmento dos *private banks*, alguns bancos múltiplos privados nacionais de grande porte passaram a competir pelo mesmo público-alvo, as classes de mais alta renda, oferecendo sofisticados serviços por terminais privados (computador, *fax*, telefone

²²⁷ Sobre as faixas de renda e/ou patrimônio dos clientes selecionados, além do leque de serviços a eles oferecidos consultar Revista *Exame*. Ter renda é o que interessa. 28/10/92, p.76-78. A suposição básica para a adoção dessa estratégia é que à medida que o mesmo cliente utilize mais serviços do banco, a rentabilidade aumente.

²²⁸ Na gestão parcial ou total das carteiras dos fundos de pensão destacam-se os bancos Bradesco, Itaú e os grandes bancos estrangeiros. Sobre as operações de compra, venda e fusão de empresas, ver Revista *Exame*. Um nicho de futuro. 5/08/92, p. 36-37.

e terminais portáteis), procurando aprofundar a gestão financeira das aplicações.²²⁹ É possível classificar os *private banks* em dois grupos. De um lado, define-se o banco de varejo qualificado, que corresponde à estratégia de seletividade dos bancos múltiplos nacionais que, em função da estrutura operacional na forma de rede. De outro lado, situam-se os bancos estrangeiros, nos quais a recente revisão dos critérios de seletividade reforçou seu perfil atacadista, chegando, em alguns casos, a reduzir de maneira significativa o número de agências. De fato, após uma experiência mal sucedida na abertura do leque de clientes, esses bancos iniciaram um processo de revisão dos limites das faixas de atuação, particularmente junto às pessoas físicas.²³⁰

Nesse contexto competitivo, a ação ativa dos bancos múltiplos privados na introdução de inovações financeiras pode ser desdobrada, primeiro, no desenvolvimento de novos instrumentos de captação de recursos ao nível doméstico sob a forma de quase-moedas, de maneira a atender a preferência pela liquidez de seus clientes; segundo, na criação de novos instrumentos de captação de recursos externos, em virtude do diferencial de taxas de juros interna e externa. Recupero, a seguir, o desenvolvimento das inovações financeiras sob a forma de quase-moedas.

3.2.3.2 A preferência pela liquidez e as quase-moedas

Como vimos, o desenvolvimento das quase-moedas traduz a demanda por liquidez dos agentes econômicos e o seu comportamento defensivo-especulativo diante da crise inflacionária. A estrutura financeira se adapta ao comportamento dos *portfolio* privados, ou mais precisamente, ao comportamento da demanda monetária em alta inflação. Assim, o aperfeiçoamento das quase-moedas ao nível das instituições financeiras privadas potencializa as divergências entre a rentabilidade das órbitas de valorização produtiva e financeira. De fato, os bancos múltiplos privados exercem papel

²²⁹ Na estratégia do Unibanco destaca-se a linha de produtos ligados ao Banco 30 Horas e os terminais portáteis, que trazem as informações instantâneas sobre as posições financeiras. O Nacional criou o grupo ClassN, reunindo clientes selecionados que têm acesso por computador à conta corrente, e que utilizam um número maior de serviços do banco; ampliou, também, os serviços de gestão financeira através da administração de aplicações e de contas correntes das pessoas físicas (Investconta).

²³⁰ No final de 1992, o Chase Manhattan passou a operar com apenas duas agências (São Paulo e Rio de Janeiro), após a venda de dez das treze agências, inclusive parte da carteira de clientes. O Chase redefiniu, também, o público-alvo de pessoas físicas. O objetivo das mudanças foi reduzir os custos operacionais e ampliar a oferta de produtos e serviços específicos, de acordo com as necessidades do cliente, particularmente no setor de administração de fundos de investimentos. Quanto ao Citibank, o considerável aumento dos custos unitários operacionais decorrente da duplicação da base de clientes - entre o início de 1991 e junho de 1992, como resultado da redução da faixa de renda mínima mensal -, induziu a revisão de suas estratégias com ênfase na seletividade, redefinindo seu público-alvo, para quem oferece serviços e produtos personalizados.

decisivo, sancionando, através das inovações financeiras, a demanda por liquidez de seus clientes. A capacidade de resposta do setor bancário privado revela, ao mesmo tempo, a adequação dos bancos múltiplos privados à crise monetária, administrando as suas estruturas ativas e passivas. No período em análise, contribuíram para evitar que uma especulação maior com o dólar desencadeasse o processo hiperinflacionário, pois, ao contrário do que supõe a análise monetarista, a demanda de moeda é sensível às variações da taxa de juros.

Quanto às inovações financeiras privadas no período anterior ao Plano Collor I (1988/89), associadas ao desenvolvimento de quase-moedas, cabe resgatar o desenvolvimento do mercado ADM, que corresponde ao mercado de curtíssimo prazo (*overnight*) para títulos da dívida privada.²³¹ O ganho das instituições financeiras nessas operações residia na arbitragem entre as menores taxas de juros de curtíssimo prazo praticadas no mercado ADM, repactuadas diariamente junto aos aplicadores financeiros, e as maiores taxas de juros dos Certificados de Depósitos Bancários (CDB) de 30 dias. O interesse das instituições financeiras derivava, também, da dificuldade de captação junto ao público por esse prazo mais longo.

Na prática, a determinação dos níveis de alavancagem para títulos públicos e privados nas operações de mercado aberto expressava, até meados de 1990, a importância quantitativa dos títulos públicos. A revisão dos níveis de alavancagem coincidiu com a retomada da importância do CDB na estrutura de captação das instituições financeiras.

Na remuneração dos aplicadores, nos depósitos de *overnight*, observou-se a ação discricionária dos bancos, diferenciando taxas pagas pelas aplicações segundo o porte da aplicação do cliente, e criando o depósito de *overnight* por prazo indeterminado, de maneira a dispensar o cliente da confirmação diária da aplicação, em vista do mecanismo de recompra implícito entre o banco e seus clientes.

Um fato relevante no processo inovador privado, no período pré-Collor, corresponde à criação da conta remunerada (Quadro 3.2).²³² A lógica desse instrumento

²³¹ As transações com títulos privados são registradas no sistema CETIP. Para um breve histórico dos papéis privados negociados no CETIP e dos seus novos serviços, consultar *Gazeta Mercantil*. Relatório Brasil 93. 25/9/92.

²³² A instituição da carta de recompra na década de 70 foi outra inovação financeira que permitiu o refinanciamento diário dos títulos públicos pelas instituições financeiras. Quanto à influência dos juros na demanda de moeda de curso forçado, a experiência dos planos de estabilização no Brasil desde a segunda metade da década de 80, mostrou a influência dos juros nominais na demanda de moeda.

de captação de recursos, ao nível interno, era a divisão do rendimento derivado do *floating* obtido pelos bancos, num contexto de alta inflação, com o público não-financeiro. Na prática, os bancos procuraram lançar o novo produto de maneira a elevar a clientela e, dessa forma, aumentar, através do volume de receitas, a rentabilidade perdida com a redução do *spread* entre as taxas de captação e aplicação de recursos. Essa lógica somente pode ser apreendida em situação na qual a principal arma da concorrência é a diferenciação de produtos e serviços.

Nesse processo, a automação bancária viabiliza a transferência eletrônica de fundos, fazendo com que a conversão de ativos de curtíssimo prazo em meios de pagamento (M1) se torne instantânea e sem custos. Assim, a evolução dos agregados monetários depende das inovações financeiras e das estratégias dos agentes quanto à manutenção do valor de seus patrimônios.

Após 1990, a razão fundamental para a diferenciação de produtos e serviços por parte das instituições financeiras bancárias diz respeito à tentativa de garantir condições de rentabilidade, diante dos impactos da Reforma Monetária e das modificações no *over* impostas pelo Plano Collor II. Em contexto de contração real dos depósitos, a diferenciação dos produtos e serviços assume posição central no conjunto das estratégias de concorrência (Tabela 3.1). Após a extinção da conta remunerada, e de forma a incentivar a captação através das cadernetas de poupança, ganha destaque a **caderneta com datas múltiplas**.

Em 1991, em resposta à extinção do *overnight* para pessoas físicas e jurídicas não-financeiras e com base na experiência do FAF (Fundo de Aplicações Financeiras), expandiram-se os fundos de investimento (Tabela 3.2),²³³ destacando-se a captação de recursos através dos fundos de renda variável e fixa, vinculados ou não a operações nos mercados interbancário e de futuros, e dos fundos de *commodities*.²³⁴

233 Sobre as opções de fundos de investimentos, consultar Gazeta Mercantil, Relatório Fundos de Investimentos. 23/4/93.

234 A Circular nº 2076, de 7/11/91, facultava a constituição de fundos de renda fixa com aplicações em cédulas de créditos rural, industrial e comercial. A competitividade dos fundos de renda fixa (renda fixa para pessoas física e jurídica e os de renda fixa DI para pessoas física e jurídica) e de *commodities* baseia-se na flexibilidade de sua carteira. No caso dos fundos de renda fixa, somente 10% do patrimônio do fundo deveriam estar aplicados, compulsoriamente, em títulos públicos federais, sendo que a regulamentação permite que 100% do patrimônio dos fundos DI sejam protegidos no mercado futuro de taxas de juros. Na composição dos fundos de *commodities*, deve-se respeitar os seguintes limites máximos em relação ao patrimônio líquido: ações, 20%; ouro, 10%; títulos de renda fixa, 45%; *export notes*, 15%; e certificados de mercadorias e *warrants* agrícolas, 80%. Adicionalmente, devem manter posições nos mercados futuros de *commodities* agropecuárias em limite equivalente a, no mínimo, 15% do patrimônio líquido. Tais fundos têm liquidez diária uma vez concluído o período de carência de 30 dias (Revista Exame. O estilo

Apesar do alongamento marginal nos prazos dos contratos financeiros, a introdução de resgates automáticos cumulativos de alguns fundos para a cobertura de contas correntes, através da seleção das cotas isentas do IOF e livres de carência, acentua a importância das quase-moedas.²³⁵ Assim, pode-se afirmar que a lógica das inovações financeiras continua atrelada ao comportamento dos aplicadores o qual se fundamenta na preferência pela liquidez.²³⁶

Cabe ressaltar que as várias modalidades de fundos de investimento combinam operações com títulos públicos e privados, mercados interbancário e de futuros, operações de securitização, além dos mercados de câmbio e ouro, com o objetivo de captar recursos líquidos num mercado financeiro onde a arma básica da concorrência é a diferenciação de produtos. A novidade é que a composição desses novos fundos expressa a aplicação de derivativos na administração das carteiras, refletindo outras inovações financeiras recentes, que são apresentadas na próxima seção.

3.2.3.3 Instabilidade macroeconômica: securitização e instrumentos de proteção e transferência de riscos

Nos países centrais, ao longo da década de oitenta, o mercado financeiro privado desenvolveu mecanismos que permitiram reduzir o risco de crédito e transferir o risco de preço nas operações financeiras. Por um lado, a securitização alterou a forma de financiamento das empresas não-financeiras, e a participação dos bancos ficou limitada à concessão de garantias para a colocação de papéis das empresas não-financeiras no mercado, cobrando por este tipo de serviço. Por outro lado, o desenvolvimento das operações fora de balanço, que abrangem, fundamentalmente, as negociações dos

country dá o tom no mercado. 28/10/92, p.72-74). Quanto aos fundos de ações, 51% do patrimônio, no mínimo, devem ser alocados em ações e 49%, no máximo, em títulos públicos e privados e em cotas de fundos de investimento. O resgate acontece, em geral, alguns dias após a solicitação.

235 No resgate automático e cumulativo para a conta corrente, resgata-se, por exemplo, em primeiro lugar, as cotas do FAF isentas do IOF, depois, as do *commodities* livres de carência e, por último, as do FAF com incidência do IOF. Em função da diversidade de fundos e das estratégias de concorrência dos bancos múltiplos privados, o mecanismo de resgate automático e cumulativo foi certamente aprimorado, particularmente para os grandes clientes.

236 Com a expansão dos fundos de investimento, houve uma mudança importante na administração dos riscos pelas instituições financeiras, implicando a transferência dos riscos dos títulos negociados nos fundos existentes para os cotistas (Gazeta Mercantil, Os bancos prontos para o que vier, 1/03/93).

mecanismos de transferência de risco de preço - *swaps*, opções e futuros -, foi uma resposta do sistema à conjuntura de instabilidade.²³⁷

Dentre as inovações financeiras dos países centrais, na década de 80, os instrumentos de transferência microeconômica do risco de preço se expandiram rapidamente. Cabe destacar que essas operações permitem certa proteção contra o risco individual, enquanto houver expectativas diferenciadas quanto à evolução futura, sem a eliminação do risco macroeconômico. Tal expansão teve implicações ao nível da regulação das Autoridades Monetárias, por ter correspondido à proliferação de operações que não aparecem nos balanços das instituições financeiras.²³⁸

A forma de integração dos bancos múltiplos privados à alta instabilidade e ao movimento recente de abertura financeira da economia brasileira abriu margem para o desenvolvimento de operações e o surgimento de novos ativos financeiros. Expandiu-se a utilização de ativos securitizados e de instrumentos especiais de proteção ao risco, como opções, futuros, *swaps* de taxas de juros.²³⁹

Tais inovações financeiras refletiram, fundamentalmente, a procura crescente por posições *hedge* numa conjuntura marcada pela instabilidade monetário-financeira; pela liberalização financeira, por mudanças no enfrentamento das condições de financiamento; e pela transformação de ativos financeiros lastreados em operações de crédito em ativos negociáveis nos fundos de investimento recém criados.²⁴⁰ O *hedge* cambial ganhou, nesse contexto, particular importância no conjunto das estratégias de administração dos riscos dos agentes financeiros e não-financeiros.

Apesar da importância da captação direta de recursos no exterior por parte das empresas não-financeiras - via colocação de papéis próprios -, a maior parte dos recursos foi captada através dos bancos múltiplos privados, que não só lançaram títulos da sua própria emissão para lastrear as operações de crédito interno, como, também, gerenciaram o lançamento de títulos de empresas não-financeiras no exterior e

237 As operações de *swaps*, futuros e opções não aparecem nos balanços das instituições financeiras, ficando fora da regulação oficial (BIS, 1986, op. cit.).

238 Ibidem.

239 Sobre as operações internacionais de *hedge* de taxa de juros acessíveis a empresas brasileiras com autorização do BACEN, ver Revista *Exame*. A nova estrela do mercado. 5/8/92, p. 38-39.

240 A esse respeito, cabe destacar na composição dos fundos de investimento os títulos de renda fixa lastreados em operações de crédito agrícola, as *export notes*, e os certificados de mercadorias e *warrants* agrícolas (títulos com lastro em produção agrícola)

securitizaram créditos para o setor exportador.²⁴¹ Desenvolveu-se uma nova rede de relações entre os bancos múltiplos privados e as empresas não-financeiras, particularmente as grandes corporações, facilitando-lhes o acesso aos mercados organizados dos novos instrumentos e operações financeiras.

A lógica geral desse desenvolvimento recente é ampliar as fontes de renda com serviços de intermediação de negócios, gestão de fusões e incorporações, administração de carteiras e serviços de engenharia financeira.²⁴² A prestação de serviços dos bancos reforça a tendência observada à redefinição do escopo de atividades dos bancos múltiplos privados. Ao longo do período em análise, o banco múltiplo se consolida como empresa prestadora de serviços, financeiros e "parafinanceiros".

3.2.4 Os impactos das inovações financeiras sobre a política monetária

A institucionalidade das operações de mercado aberto, no período pré-Collor, subordinava o movimento dos agregados monetários às decisões dos agentes quanto à demanda de quase-moedas. A variabilidade das reservas bancárias, da base monetária e dos agregados monetários era a contrapartida da política de taxa de juros, subordinada à ameaça da hiperinflação. A resultante final era determinada pelas demandas dos agentes econômicos, sancionada plenamente pelo BACEN.

A postura acomodatória por parte do BACEN deve ser apreendida no arranjo institucional montado ao longo dos anos 80. Por um lado, o mecanismo da zeragem automática subordinava o movimento das reservas bancárias à demanda de liquidez dos agentes. Por outro lado, a crescente redução do M1 tornava inoperante o mecanismo convencional de ajuste das reservas bancárias, através da mudança no *mix* de aplicações em títulos públicos e operações de crédito. Expressava-se, desta forma, a ineficácia da política de juros para alterar as condições de funcionamento do mercado de crédito.

²⁴¹ Dados sobre as operações no mercado internacional especificando os agentes financeiros, o valor das captações, o retorno e o prazo, encontram-se em *Gazeta Mercantil*, Caderno Semanal Mercados, 24-26/4/93. Em 1992, observam-se as captações externas dos bancos múltiplos Econômico, Safra, Itamarati, Bradesco, Unibanco, Nacional, Pactual, entre outros. As coordenações dos lançamentos de empresas financeiras e não-financeiras couberam, em geral, a bancos estrangeiros. O prazo das captações se concentra no período de 2 e 3 anos. Nas carteiras de empréstimos ao comércio exterior, cresce a importância do banco Bamerindus e dos bancos estrangeiros (Lloyds, Boston). No âmbito do Mercosul, o Bamerindus e o Nacional apresentam participação mais ativa.

²⁴² Quanto à engenharia financeira, desenvolvem-se as operações de arbitragem nos mercados de títulos públicos, interbancário, mercados futuros e de risco, com crescente importância dos derivativos.

As inovações financeiras no período Collor implicaram o alongamento marginal dos prazos das aplicações financeiras, procurando fazer a separação entre a chamada poupança financeira e a moeda transacional através da incidência do IOF e da criação do FAF.²⁴³ A expansão dos fundos de investimento, nas suas várias modalidades, recompôs de maneira implícita a expansão das quase-moedas na forma de moeda indexada, na medida em que os agentes econômicos procuraram a correção do valor do contrato pelo menos com rentabilidade próxima da inflação. Deve-se enfatizar que, a retomada da expansão da dívida pública, no final de 1991, recolocou a importância dos títulos públicos como quase-moeda, característica do período pré-Collor.

Nesse quadro, o controle monetário, defendido pelos monetaristas, torna-se problemático, não só em função da subordinação das operações de mercado aberto à rolagem dos títulos da dívida pública, mas, também, pela crescente importância dos ativos remunerados de curto e curtíssimo prazos no total dos meios de pagamento (M4), pela fusão da poupança financeira com a moeda transação, pela transferência eletrônica de fundos e pelas operações fora de balanço. As inovações financeiras frustram os objetivos da política de controle quantitativo de agregados monetários, independentemente do alvo escolhido, dado que a demanda de moeda (M1) torna-se mais sensível às variações das taxas nominais de juros e do próprio comportamento da inflação. Evidencia-se a inviabilidade da aplicação de uma política de restrição da liquidez monetária (base monetária e M1) diante da expansão da liquidez financeira (M2, M3 e M4).

Em outras palavras, explicita-se a separação das funções do dinheiro: a liquidez monetária relaciona-se ao dinheiro de curso forçado como meio de circulação, e a liquidez financeira fundamenta-se nas transações com ativos financeiros como instrumentos de reserva e valorização. As inovações financeiras acentuam, portanto, a expansão endógena da liquidez através da sua componente financeira. Num quadro de preferência pela liquidez, a valorização no circuito financeiro amplia a liquidez financeira a despeito das políticas monetaristas. Estas, na verdade, tornam-se contraproducentes, na medida em que pressionam a taxa de juros e as expectativas inflacionárias, premiando a especulação e o encurtamento do prazo da dívida pública.²⁴⁴

243 A introdução do imposto de renda de curto prazo, em 1986, procurou fazer tal separação.

244 Ver a esse respeito, TAVARES, M. C. (1978). Ciclo e crise, o movimento recente da industrialização brasileira. Rio de Janeiro, UFRJ/FEA, tese para professor titular, cap.4.

Na visão pós-keynesiana, o BACEN pode afetar o volume de reservas bancárias através da política de juros. Ao influenciar as condições do mercado monetário, a política monetária pode, também, induzir mudanças no mercado de crédito através de modificações de *portfolio* dos intermediários financeiros e do público não-bancário. Os resultados são incertos, dado o espectro de fatores que condicionam os mecanismos de transmissão da política monetária. Com efeito, o processo de inovações financeiras envolve mudanças comportamentais quanto aos riscos a serem assumidos, exercendo influência adicional sobre os impactos da política monetária.

No Brasil, a política de juros não consegue afetar a estrutura relativa de taxas de juros em função dos prazos e liquidez dos ativos financeiros, dada a concentração das aplicações nos curto e curtíssimo prazos. A fixação da taxa de juros em altos patamares somente impede o desencadeamento de intensos processos especulativos, com fuga de recursos do mercado financeiro para ativos reais e/ou de risco, dentre os quais, o dólar-paralelo.

As especificidades das recentes inovações financeiras privadas, particularmente após 1991, reforçam as dificuldades do controle monetário quantitativo. A variedade das operações nos fundos de investimento recém-criados permite ampliar as posições *hedge* dos agentes não-financeiros. Nesse contexto, a política de juros atrela-se de uma forma nova à taxa de câmbio.²⁴⁵

O objetivo da próxima seção é retomar as relações entre política monetária, crédito e instabilidade no Brasil, no período recente. Destaco a evolução da atuação dos bancos múltiplos privados.

3.3 POLÍTICA MONETÁRIA, CRÉDITO E INSTABILIDADE

Na primeira metade da década de oitenta, verificou-se a adaptação do sistema bancário privado nacional ao contexto inflacionário e à política macroeconômica de ajuste externo. Tal processo envolveu: 1. a ampliação do número de agências e das redes de comunicação, de maneira a aumentar a captação de recursos não remunerados (*float*) para lastrear ativos indexados; 2. o aumento das aplicações em títulos públicos, em detrimento das operações de crédito.²⁴⁶ As empresas não-financeiras tornaram-se

²⁴⁵ Esta questão será analisada no próximo capítulo, seção 4.4.

²⁴⁶ Para uma recuperação da evolução do sistema bancário no início dos anos 80 e os impactos do Plano Cruzado sobre as estruturas bancárias pública e privada, consultar ALMEIDA, J.G. (1988b). Sistema bancário público e privado: mudança na estrutura de recursos e tendências de custo e lucro (1935/87). São Paulo, IESP/FUNDAP, Texto para discussão nº 13.

credoras do setor financeiro privado, garantindo a captação de recursos líquidos para o financiamento das carteiras das instituições financeiras, concentradas em títulos públicos.

Em 1986, o Plano Cruzado induziu uma inflexão na estrutura patrimonial e de rentabilidade do sistema bancário privado. As operações de crédito apresentaram uma elevada expansão, especialmente no segundo semestre de 86, e tornaram-se a principal fonte de receita bancária. Incentivou-se, também, um processo de ajuste estrutural baseado na redução do número de funcionários e da rede de agências (com terceirização de alguns serviços em alguns bancos) com o objetivo de reduzir custos operacionais. O corte das despesas não comprometeu o processo de informatização, uma vez que representava um pilar das estratégias de diferenciação de produtos e serviços, no contexto de concorrência interbancária.

Após tais impactos, o sistema bancário privado demonstrou mais cuidado com a perspectiva de estabilização econômica. Ao lado da racionalização de custos e da modernização tecnológica, identificou-se uma tendência à diversificação para atividades não-financeiras, particularmente por parte dos grandes bancos, através da participação acionária ou do controle de empresas não-financeiras e da constituição de *holdings*.²⁴⁷

O recrudescimento inflacionário e a desaceleração da atividade econômica no primeiro semestre de 1987 impuseram uma revisão das estratégias do sistema bancário privado quanto às operações ativas, que implicou, para a maior parte das instituições privadas, um retorno ao padrão de rentabilidade do início dos anos oitenta.²⁴⁸ A operação do sistema financeiro privado, no final dos anos oitenta, refletia a crise de crédito e de preferência por ativos líquidos, impulsionada pela política de juros. Nesse quadro, o BACEN sancionava, nos movimentos endógenos da liquidez monetária e financeira, a instabilidade do nível de preços.

Recupero, nas próximas seções, a evolução da estrutura de captação e aplicação de recursos por parte dos bancos múltiplos privados, no período 1988-92, destacando, na análise, os condicionantes da demanda e da oferta de crédito. A escolha do período justifica-se não só pela institucionalização do bancos múltiplos pelo BACEN, como, também, pela necessidade de apreender os elementos de continuidade e de mudança nos períodos pré e pós Collor.

²⁴⁷ Ver a esse respeito SUZIGAN, W. (1989). Estratégia e desenvolvimento de C&T nas empresas privadas nacionais, Campinas, Relatório de Pesquisa.

²⁴⁸ A esse respeito ver SILVA, L. A. S. (1989). Análise de desempenho do setor bancário. São Paulo, IESP/FUNDAP.

3.3.1 Sumário das fontes e usos de fundos dos bancos múltiplos privados no período 1988-92

A análise das principais contas das estruturas ativa e passiva das instituições financeiras privadas permite recuperar a direção do ajuste dos bancos privados às circunstâncias da política monetária, no final dos anos 80 e no início da década de 90.

A análise da evolução real dos depósitos e operações de crédito dos bancos múltiplos privados permite identificar a sua importância relativa no conjunto das instituições financeiras privadas.²⁴⁹ A incorporação das carteiras comercial, de investimento, de crédito imobiliário e financeira, nos bancos múltiplos, explica esse resultado (Tabelas 3.1 e 3.3).

No final da década de 80, os bancos múltiplos privados atrelaram a sua estrutura de aplicações ao setor público, particularmente através do aumento das aplicações em títulos da dívida pública. O mecanismo da zeragem automática ou da rolagem da dívida pública garantiu a total adaptação do sistema financeiro, cuja rentabilidade crescente era determinada pelas apropriação e aplicação do *float* e pela corretagem da dívida pública.

A preferência dos aplicadores pela moeda indexada traduz-se no encurtamento de prazos das estruturas passivas das instituições financeiras. A estrutura ativa, no período 1988-89, reflete o ajuste dos bancos múltiplos privados centrado no aumento das aplicações em títulos e valores mobiliários (Tabela 3.4). Em dezembro de 89, a sua participação relativa no total do ativo atinge 56,7%. O volume de títulos públicos federais nas carteiras dos bancos múltiplos privados chegou a 88,13% do total das aplicações em títulos e valores mobiliários, nesse mesmo período (Tabela 3.5). Esse expressivo volume de recursos aplicados em títulos públicos federais mostra como os bancos tornaram-se financiadores da dívida pública federal. Revela a forma de ajuste do sistema bancário privado na década de 80, com exceção do período do Plano Cruzado. De forma a evitar um descasamento de prazos em relação ao passivo, os bancos múltiplos privados acabaram por reduzir a participação relativa das operações de crédito no total do ativo, além de diminuir os prazos dos empréstimos (Tabela 3.4).

Sob o impacto da Reforma Monetária de 1990, aumentou a importância relativa das operações de crédito na estrutura ativa, cujo *funding* correspondeu, em grande parte,

²⁴⁹ Considero como o total do sistema financeiro privado o conjunto formado pelos bancos múltiplos, comerciais, de investimento, pelas financeiras, Sociedades de Crédito Imobiliário e Associações de Poupança e Empréstimo.

à captação através dos depósitos a prazo (títulos privados). Em 1990, a expansão real das operações de crédito reflete as tentativas de ajuste conjuntural dos bancos múltiplos privados, procurando acompanhar o comportamento da demanda por crédito e revertendo, dessa forma, eventuais perdas de rentabilidade (Tabela 3.3). A capacidade de ajuste conjuntural dos bancos múltiplos privados justificou-se, em grande parte, pela pouca expressão dos créditos de prazo longo e pela existência de uma estrutura passiva concentrada nos curto e curtíssimo prazos, o que facilitou mudanças rápidas na composição de seus *portfolio*. No entanto, nesse processo, foi decisiva, também, a ação do BACEN, através da abertura de linhas de crédito às instituições financeiras para cobertura da insuficiência em cruzados novos a serem recolhidos ao BACEN.

A perda de importância relativa das captações através dos depósitos vinculados ao mercado aberto, no conjunto das obrigações por haveres financeiros dos bancos múltiplos privados, iniciada em 1990, como contrapartida da redução pelo governo federal da dívida mobiliária no mercado, aprofunda-se em 1991, particularmente diante da extinção do *over* para pessoas físicas e jurídicas não-financeiras (Tabela 3.6). A reversão dessa tendência ocorre somente ao longo de 1992, por conta da política de juros reais muito elevados e da expansão da dívida pública.

Cabe salientar as mudanças ao nível do *funding* das operações de crédito, particularmente no período 1990-92, que expressam a importância da administração do passivo na visão pós-keynesiana da dinâmica das instituições financeiras.

A esse respeito, cabe destacar, a partir de 1990, a crescente importância dos depósitos a prazo no conjunto dos depósitos dos bancos múltiplos privados (Tabela 3.6) e a queda da participação relativa das obrigações por haveres financeiros no conjunto da estrutura passiva das instituições, particularmente até junho de 1991 (Tabela 3.7).²⁵⁰ A crescente importância relativa dos repasses externos no total do passivo dos bancos múltiplos privados indica que os recursos captados no mercado internacional foram importantes para a viabilização da expansão do crédito interno no período recente.

A diversificação das posições passivas tem por objetivo captar recursos a taxas de juros mais baixas e a prazos mais longos. A diferença entre a taxa interna de juros e os

250

Após o bloqueio dos cruzados novos, a expansão real dos depósitos à vista nos bancos múltiplos privados, observada em 1990, não resultou em aumento da participação relativa dos depósitos no total do passivo. No entanto, o aumento da participação relativa das obrigações por haveres financeiros no total do passivo dos bancos múltiplos privados, após junho de 1991, certamente está associado ao processo de liberação dos cruzados novos, através dos DER.

custos de captação externa, num contexto percebido pelos agentes como de estabilidade cambial, induziu, em grande medida, esse movimento.

Quanto aos bancos múltiplos privados, a retração real dos empréstimos em 1991 foi superada em 1992 (Tabela 3.3). Considerando o total do sistema financeiro privado (bancos múltiplos, comerciais e de investimento; sociedades de crédito imobiliário e associações de poupança e empréstimo), pode-se afirmar que o volume total das operações de crédito também aumentou em termos reais em 1992. Todavia, o nível atingido ao final de 1992 ficou abaixo do saldo dos empréstimos realizados em dezembro de 1988 (Tabela 3.3). Estes dados apontam para a regressão do total do sistema de crédito privado nos últimos 5 anos. A política macroeconômica de ajuste, com seus impactos ao nível da redução da demanda agregada (pública e privada) e do custo do crédito - particularmente o lastreado através de captação interna - em face da rentabilidade esperada dos empreendimentos, é o principal fator para explicar tal resultado.

Os resultados colidem com os objetivos esperados da Reforma Bancária de 1988, baseada numa concepção neoliberal de desregulamentação dos mercados financeiros, dado que não foi conseguida uma eficiência maior na intermediação financeira.²⁵¹ O caráter liberal da nova legislação manifestava-se ao condenar qualquer política seletiva quanto à orientação dos fluxos de crédito. Procurava-se, outrossim, aumentar a faixa livre das operações ativas através da desvinculação dos ativos e passivos das instituições.

Quanto aos tomadores finais de crédito, o setor privado foi o principal tomador dos empréstimos dos bancos múltiplos privados ao longo do período analisado (Tabela 3.8).²⁵² Quanto aos empréstimos ao setor privado, destaca-se a crescente importância relativa das operações de crédito à indústria, ao comércio e a outros serviços, e, em

251 O Banco Mundial estimulou a adoção por parte do BACEN de uma regulamentação que aumentasse a concorrência e a eficiência da intermediação financeira, incentivando a maior liberdade de atuação para os bancos estrangeiros. Defendia que os requisitos para a entrada de instituições no mercado financeiro brasileiro se limitassem à adequação do nível de capital e à avaliação da capacidade técnica de seus administradores. A esse respeito, consultar, IESP/FUNDAP, Relatório Parcial n. 1, Reforma do Sistema Financeiro Brasileiro- Anteprojeto da Lei Complementar do Sistema Financeiro, item 4.

252 No início da década de 90, a atuação dos bancos múltiplos privados em relação ao destino do crédito difere da atuação dos bancos comerciais privados no início da década anterior. TAVARES, M. C.; ASSIS, J. C. (1985). O grande salto para o caos. Rio de Janeiro, Zahar, assinalam que, no início dos anos 80, os bancos privados passaram a financiar as estatais, ampliando o refinanciamento do setor público. Enquanto os bancos privados aumentavam a sua participação relativa no mercado de crédito, financiando o setor público, as instituições financeiras oficiais públicas perdiam posição no conjunto do mercado financeiro e concediam empréstimos ao setor privado.

menor, escala às pessoas físicas após 1990, em detrimento dos empréstimos à habitação.²⁵³

Toda crise financeira que se manifesta na aceleração do movimento especulativo envolve mudanças qualitativas nas estruturas de financiamento e não apenas uma regressão quantitativa.²⁵⁴ Observa-se, na economia brasileira, no período em análise, um intenso processo de mudança nas relações entre os setores financeiro e não-financeiro ao nível patrimonial. Muitos bancos múltiplos privados adquiriram participação acionária ou controle de empresas do setor industrial. Ademais, empresas não-financeiras privadas transformaram-se em bancos múltiplos. Cabe ressaltar, nesse movimento, as estratégias de instituições financeiras no sentido de assumir posições mais protegidas quanto ao seu patrimônio, em função da desconfiança quanto a perdas patrimoniais. Impulsiona-se a diversificação patrimonial dos bancos múltiplos privados para além da esfera financeira como mecanismo de defesa do patrimônio e da rentabilidade. Este movimento compromete, a curto prazo, a criação de riqueza nova, porque representa uma recomposição patrimonial (trocas de propriedade), sem implicar, necessariamente, novos investimentos sob o ponto de vista macroeconômico. Num prazo mais longo pode-se definir novas formas de relacionamento banco-indústria.

A importância dos desdobramentos patrimoniais da crise não é captada pela interpretação monetarista, ao privilegiar a resolução do problema monetário através de uma política macroeconômica centrada em fluxos. Numa abordagem alternativa, a questão patrimonial assume relevância; a agenda de política econômica deve dar conta das relações entre estoques e fluxos de riqueza. Entendo que a crise financeira, enquanto desdobramento da crise de crédito, se explicita na crise monetária, na qual a aceleração inflacionária é causa da ruptura da unidade das funções do dinheiro por parte da moeda nacional. A política monetarista negligencia as especificidades das estruturas financeiras e analisa a crise monetária a partir do excesso de moeda.

Cabe destacar, a seguir, outros aspectos analíticos para a discussão da relação entre política monetária, crédito e instabilidade no Brasil.

²⁵³ Confrontando-se a participação relativa do crédito ao setor rural no conjunto dos empréstimos dos bancos múltiplos privados ao setor privado, nas posições de dezembro de 1988 e dezembro de 1992, também se observa uma redução.

²⁵⁴ Sobre as relações entre crise de crédito e crise financeira, ver TAVARES (1978), op. cit., cap. 1.

3.3.2 Condicionantes da demanda e oferta de crédito: expectativas e riscos

O estudo da evolução do crédito na economia brasileira no período 1988-92, numa abordagem pós-keynesiana, exige analisar não só os determinantes das condições de demanda de crédito, mas, também, as estratégias bancárias num período de crise econômica. A variação das condições contratuais (prazos, taxas de juros, indexadores, volume de crédito) por parte das instituições financeiras expressa seu poder discricionário quanto à concessão de crédito. Destaca-se, ainda, o impacto da política monetária sobre a gestão privada da riqueza. A política de juros desempenhou papel decisivo na configuração do quadro de regressão do crédito.

As altas taxas de juros internas tiveram implicações diretas na inflação, pela via dos custos financeiros e do *mark-up* desejado. O processo inflacionário aumentou a incerteza sobre as decisões de investimento, na medida em que dificultou o cálculo econômico. Ademais, as prefixações, as maxidesvalorizações, os expurgos e as tentativas de desindexação adicionaram ao cálculo das empresas um componente de risco muito acentuado, em muitos casos desatrelado das condições de produtividade e da posição de mercado. Em tais circunstâncias, predominou o horizonte empresarial de curtíssimo prazo, sendo postergadas as decisões de investimento. Como resultado, a demanda de crédito esteve associada, fundamentalmente, ao crédito para capital de giro.

O fracasso da política monetária restritiva ao nível macroeconômico, forçando uma tendência deflacionária através da contração da demanda agregada, reside na dinâmica microeconômica de formação de preços em alta inflação. Esta estabelece os limites da política de austeridade monetária enquanto política de estabilização. A crítica ao monetarismo exige a **inversão dos termos da relação entre moeda e preços, o que significa, também, abandonar o seu diagnóstico que identifica o excesso de emissão monetária como causa da instabilidade inflacionária.** Na prática, a despeito dos objetivos do BACEN, a inflação no Brasil é crescente (tabela 3.9), o que é explicado pelo mecanismo de formação de preços ao nível microeconômico.

O empresário define o seu *mark-up* desejado levando em conta os preços básicos na economia, destacando-se, entre eles, as taxas de juro e de câmbio. Desta forma, arbitra entre rentabilidades no mercado de produtos, no mercado de câmbio e no mercado financeiro. As taxas esperadas de câmbio e de juros são incorporadas no cálculo do valor da reposição de estoques e dos preços futuros, como "custos de oportunidade".

A política de juros altos, na prática, influencia a formação de expectativas de realização das vendas, e, assim, consegue-se, no máximo, estabilizar o patamar inflacionário. Nesse processo, a oferta de moeda é endógena e se adapta à evolução nominal dos preços. Inverte-se, assim, a relação de causalidade suposta na análise monetarista, na qual a quantidade de moeda determina o nível de preços.

A política de juros, simultaneamente, induz a queda dos investimentos pela sinalização de desaquecimento da economia e pelo encarecimento do crédito. Na avaliação dos empresários interessa a taxa de juros real *ex-ante*, cercada de determinantes incertos, tais como a orientação da política monetária no ajustamento macroeconômico, o comportamento da inflação, as necessidades de financiamento do setor público, a influência do câmbio e a evolução das taxas de juros internacionais.

Na análise da evolução do crédito no Brasil deve-se retomar a influência da relação câmbio/juros sobre o comportamento das decisões privadas. Tal relação afeta as decisões do tomador de empréstimos, influenciando suas expectativas quanto aos riscos e custos dos compromissos financeiros assumidos. A sinalização da relação câmbio/juros pela política econômica, após outubro de 1991, no contexto do retorno do Brasil ao mercado voluntário de crédito, voltou a atuar como fator favorável ao endividamento externo. Tal alternativa de endividamento em moeda estrangeira esvaziou-se após a crise de 1983.

Cabe lembrar que, no final dos anos sessenta e na década de setenta, o manejo das taxas de câmbio e de juros pelo BACEN moldou o curso do padrão de financiamento da economia brasileira. As empresas tornaram-se vulneráveis à variação das condições contratuais do mercado financeiro internacional - elevação das taxas de juros, estabelecimento de limites quantitativos ao refinanciamento de dívidas - e às desvalorizações abruptas do câmbio, na medida em que poderiam aumentar a fragilidade financeira do tomador de crédito. Na primeira metade da década de 80, a manutenção de altas taxas internas de juros e a desvalorização do câmbio estiveram na base da reestruturação financeira das empresas.²⁵⁵ Nessa conjuntura, a relação câmbio/juros provinha da orientação da política ortodoxa de ajustamento, que procurava permitir o financiamento dos títulos públicos e ajustar o balanço de pagamentos. Tal relação implicava a reorientação da produção para a obtenção de saldos exportáveis e o aumento

255

A esse respeito consultar ALMEIDA, J. S. G. de (1988a). Instabilidade da economia e estrutura financeira das empresas no Brasil do ajustamento recessivo, Texto para discussão, IEI/UFRJ, n.178.

do grau de risco da acumulação produtiva destinada ao mercado interno em face da valorização no circuito financeiro.

No período em análise, a contrapartida da primazia das decisões de curto prazo é a lacuna de horizonte de crescimento a longo prazo. A instabilidade inflacionária, o desequilíbrio financeiro do setor público e a estagnação do nível de atividade econômica compõem o quadro de crise, condicionando as decisões privadas quanto ao gasto e ao endividamento. O Estado tornou-se incapaz de definir estratégias de atuação e de organizar os diversos grupos empresariais, papel que desempenhou na trajetória da industrialização da economia brasileira do pós-guerra, e não conseguiu reunir os diferentes interesses da sociedade em torno de uma frente de expansão econômica. No quadro de crise, a demanda por ativos líquidos, determinada pelo comportamento defensivo-especulativo dos agentes econômicos, domina a composição dos *portfolio* privados.

A postura das instituições financeiras quanto à concessão de financiamentos reflete suas decisões de *portfolio* após a análise de riscos de prazos, de juros e de crédito, em função das expectativas em relação ao futuro. Na evolução da intermediação financeira no Brasil, os bancos privados, em nenhum momento, exerceram papel relevante do ponto de vista do financiamento de longo prazo; ao contrário, as instituições financeiras públicas sempre tiveram peso importante na concessão desse tipo de financiamento. No período recente, a reação de cada banco múltiplo privado deu-se no sentido de aumentar a seletividade das operações de crédito, encurtando os prazos dos contratos, de exigir maiores garantias e de direcionar as aplicações para os clientes de menor risco. O poder discricionário individual dos bancos quanto ao crédito implicou desigualdade no acesso à liquidez, na medida em que traduzia a avaliação particular de cada agente do sistema financeiro privado quanto aos riscos de seus clientes.

Num contexto de instabilidade, aumenta o risco de crédito, na avaliação das instituições financeiras privadas, em função do quadro recessivo. Os devedores podem comprometer, de maneira crescente, seus rendimentos com os compromissos decorrentes das amortizações e juros, tornando-se mais frágeis financeiramente. Em outras palavras, o risco de crédito é calculado, fundamentalmente, em função dos fluxos de receitas dos potenciais tomadores de crédito, o que envolve a avaliação dos preços relativos, isto é, a comparação entre o preço do produto do tomador de crédito e a evolução do índice geral de preços. Com a aceleração da inflação e a dispersão de preços relativos, os agentes menos oligopolizados não alcançam a correção plena dos seus preços. Desta forma, os

setores com maior poder de fixação de preços e o setor exportador têm acesso facilitado ao crédito.

Na avaliação dos determinantes das condições de oferta de crédito, pode-se afirmar que o risco de descasamento de prazos agravou-se ao longo da década de 80, em função da concentração das captações no curtíssimo prazo. As mudanças nos instrumentos de captação interna, verificadas nos primeiros anos da década de 90, não mudaram o quadro, observando-se um alongamento marginal dos prazos. Os bancos múltiplos privados reagiram encurtando e selecionando cada vez mais a sua clientela. O custo do crédito comercial manteve os estoques deprimidos, ameaçando, permanentemente, a economia de reaceleração inflacionária, seja no caso de uma retomada sustentada da demanda agregada, seja, até mesmo, no surto de crescimento do consumo. É provável que a captação externa, com prazos mais dilatados, tenha sido uma resposta às necessidades dos bancos atenderem à demanda de crédito, reduzindo o risco de descasamento.

A experiência recente indica, no meu entender, que a variação da carga de juros foi mais decisiva na limitação ao endividamento do que a variação da liquidez bancária, o que corrobora a tese da endogeneidade da moeda, sugerindo que a oferta de crédito de curto prazo é determinada pelas condições de demanda. Em outras palavras, os bancos respondem às variações das condições de demanda pelo crédito corrente (de curto prazo), quando há alterações nas condições de rentabilidade do *mix* de suas aplicações. Nesse momento, a própria avaliação do risco de crédito torna-se mais flexível em função da mudança na convenção das instituições financeiras, tal como aponta Minsky. Diante da mudança de expectativas, que envolve inclusive reavaliação das margens de segurança operacionais, as instituições financeiras procuram fundos mais adequados ao financiamento de maneira a sancionar a demanda por crédito. A elasticidade do movimento depende, em última instância, da ação do BACEN.

Considero que a expansão do crédito em 1990 deve ser explicada levando em conta o papel do BACEN como prestador em última instância, que se manifestou, por exemplo, na abertura das linhas de insuficiência em cruzados novos para as instituições financeiras, na criação de linhas especiais de crédito, na liberação antecipada dos cruzados bloqueados e no acesso ao redesconto. A reversão do comportamento do crédito, em 1991, pode estar associada a mudanças nas condições de rentabilidade e à reavaliação das expectativas do sistema financeiro, refletindo o aumento do índice de inadimplência dos tomadores de crédito, diante da aceleração da inflação e da taxa

nominal de juros no segundo semestre de 1990. Essa experiência reforça a idéia de que a variação da carga de juros foi decisiva para explicar a evolução do crédito.

É provável que, particularmente em 1992, em função do diferencial das taxas de juros interna e externa, as captações externas feitas pelos bancos múltiplos privados tenham aumentado sua importância relativa como lastro das operações de crédito. A mudança na estrutura passiva dos bancos múltiplos privados foi influenciada pela política financeira do Governo Federal. Se, por um lado, a entrada de recursos externos permitiu constituir um *funding* com custo mais adequado às taxas de rentabilidade das empresas não-financeiras, há que se questionar a viabilidade desse processo, num prazo mais longo, particularmente em função de seus impactos sobre o endividamento externo da economia brasileira.

No quadro de regressão do sistema de crédito privado no Brasil, a expansão das operações de crédito assume caráter conjuntural, acompanhando o comportamento da demanda de crédito.²⁵⁶ O ajuste do sistema bancário envolveu um encurtamento das posições ativas e passivas, incompatível com uma estrutura financeira adequada ao financiamento do investimento. De fato, a instabilidade inflacionária tende a deteriorar a estrutura de captação de recursos em termos de prazos e custos. A tendência dos detentores de riqueza é reduzir os prazos das aplicações financeiras e exigir uma remuneração mais elevada para cobrir os riscos quanto à própria evolução dos preços pela dispersão dos índices de preços e/ou dos indexadores.

A concentração no curto prazo e a taxa de remuneração tornam o *funding* interno inadequado aos financiamentos de prazo mais longo (Tabelas 3.6 e 3.10). Nesse contexto, cabe questionar a influência do BACEN para alterar a estrutura atual de taxas de juros. As taxas de juros administradas pelo BACEN nas operações de mercado aberto constituem a referência para as taxas pré-fixadas dos CDB e para as taxas praticadas no interbancário. As taxas praticadas nos CDB são a base para o cálculo da TR. Desse resultado dependem, por exemplo, os rendimentos nominais do FAF, das cadernetas de poupança e dos DER. Em última instância, todas as taxas de juros de curto prazo estão atreladas às praticadas nos leilões de títulos públicos prefixados realizados pelo BACEN. A deformação na estrutura de taxas de juros da economia brasileira premia as aplicações de curto prazo, em detrimento da retomada das decisões de investimento privado. A retomada do crescimento da dívida pública em 1992, girada no curto prazo, restringiu a

²⁵⁶ No entanto, podem ser identificadas exceções que correspondem às estratégias do Bradesco (crédito à indústria e ao comércio), Nacional (ACCs e financiamentos a empresas) e Unibanco, em 1992. (Revista *Exame*, 2/9/92).

ação do BACEN na administração da taxa de juros compatível com a estabilização e o crescimento.²⁵⁷

3.4 CONCLUSÃO: PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ, INOVAÇÕES FINANCEIRAS E POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL

A recuperação da lógica das inovações financeiras no Brasil, de origem pública e privada, permitiu explicitar os condicionantes macroeconômicos das inovações financeiras e a importância da incorporação à análise da gestão monetária dos impactos das estratégias das instituições financeiras.

A análise do período 1988-92 revela as mudanças patrimoniais dos bancos múltiplos privados no contexto inflacionário e sob o impacto da evolução da política monetária. Liquidez e alta rentabilidade eram as duas características de atuação do sistema financeiro privado até a edição do Plano Collor I. O bloqueio dos haveres financeiros, em março de 90, e as mudanças nas condições de rolagem da dívida pública alteraram as formas de captação e aplicação de recursos dos bancos múltiplos privados. Para seu ajuste, contribuíram, decisivamente, a concentração das operações ativas e passivas no curto prazo e a postura transigente ou acomodatória do BACEN nos acordos posteriores ao Plano Collor I. Após a Reforma Monetária, é possível explicar o enfrentamento das pressões de liquidez do sistema pela postura acomodatória do BACEN, sancionando a demanda de moeda pelo público, o que colide com a concepção de uma política monetária regida por uma regra de controle quantitativo dos agregados, ou mesmo com a defesa de um Banco Central independente.

O ajuste dos bancos múltiplos privados envolveu: 1. a continuidade do processo de revisão de suas estruturas operacionais; 2. uma intensa diferenciação de produtos e serviços, cristalizando uma nova tendência quanto à segmentação do mercado financeiro; 3. a diversificação patrimonial. Quanto à sua atuação no mercado financeiro, destacam-se as novas formas de captação através de fundos de investimento e os novos serviços oferecidos às clientelas selecionadas - pessoas físicas e jurídicas não-financeiras.

Há, nos anos 90, uma diversificação do lastro das quase-moedas num contexto de acirrada concorrência interbancária. Os fundos de investimento combinam, além de títulos da dívida pública, instrumentos dos mercados de câmbio e de capitais. Operações de securitização de exportações, de *hedge* cambial e atreladas ao ouro fazem parte da composição dos novos fundos. A política monetária sanciona as arbitragens entre

²⁵⁷ Este ponto será retomado no capítulo 4, seção 4.4.

moedas, ativos de risco, e taxas de retorno de títulos públicos e privados, incorporando ou não a prática de operações com derivativos. Os bancos múltiplos privados tiveram papel decisivo no aperfeiçoamento dessas quase-moedas, atendendo à demanda por ativos líquidos e remunerados por parte dos agentes econômicos.

A política de controle quantitativo de agregados monetários torna-se inoperante diante das inovações financeiras e da expansão das quase-moedas. A existência de ativos de curtíssimo prazo, de conversão instantânea e praticamente sem custos para os meios de pagamento (M1), torna irrelevante o controle da base monetária na economia. Nesse contexto, propor a adoção de uma regra monetária conduz à volatilidade da taxa de juros, sem que seja atingido o controle monetário quantitativo. A evolução dos agregados monetários depende da criação de substitutos da moeda, das estratégias dos agentes econômicos quanto à valorização financeira da riqueza - de natureza especulativa -, e do comportamento das taxas de juros e de câmbio.

No período em análise, a estrutura de captação de recursos ao nível interno problematizou a reestruturação de financiamentos de prazo mais longo. O repasse de recursos externos por parte dos bancos múltiplos privados representou uma saída para o sancionamento da demanda por crédito, permitindo ao devedor diminuir o risco de repactuação da taxa de juros.

As operações de securitização foram o resultado da avaliação das condições de risco e rentabilidade dos bancos múltiplos privados, apontando para mudanças no padrão convencional de financiamento das empresas não-financeiras no Brasil. Algumas instituições financeiras passaram a se consolidar como verdadeiros bancos de negócios, reestruturando o passivo de empresas não-financeiras através de operações *swaps* (de troca de juros) e da diversificação das suas fontes de recursos de terceiros, através, inclusive, do acesso ao mercado de capitais.

A crescente complexidade e a nova institucionalidade das operações dos bancos múltiplos privados tiveram impactos no seu padrão de rentabilidade. Novas fontes de receitas se consolidaram na avaliação da rentabilidade bancária. Ademais, definiram-se novas relações entre o setor bancário e o setor industrial.

Num quadro de crise financeira, caracterizada pela preferência pela liquidez, o BACEN não consegue impulsionar, via taxa de juros, as decisões de gasto. As novas tendências quanto à segmentação do mercado financeiro no Brasil e à inserção dos bancos múltiplos nos mercados de capital e de câmbio tornam mais complexas as

relações entre política monetária e crédito doméstico. Por um lado, as inovações financeiras problematizam os canais de transmissão da política monetária. Por outro, a interdependência entre as políticas macroeconômicas impede uma gestão autônoma do BACEN, vendo-se dificultado o manejo da taxa de juros de curto prazo, com o objetivo de restaurar uma *yield curve* no mercado financeiro brasileiro. Cabe, portanto, uma reflexão sobre a importância de uma política de juros setorial e seletiva, de maneira a agir sobre os fluxos de crédito e de endividamento.

No período 1988-92, a gestão monetária favoreceu os setores líquidos através da política de juros altos. A orientação da política monetária adotada se refletiu na distorção entre a rentabilidade produtiva *vis à vis* a financeira, no declínio dos gastos sociais do Estado, na redução do nível de emprego e na crescente deterioração dos salários reais. Seus impactos manifestaram-se, particularmente, na redistribuição de renda em detrimento de certas categorias sociais. Como resultado, evidenciou-se a não-neutralidade da política monetária.

No próximo capítulo, faço uma avaliação do debate sobre a crise da gestão monetária no Brasil nos anos 90. Minha crítica à viabilidade da tese da âncora monetária centra-se no questionamento da atuação do BACEN, através do controle quantitativo dos fluxos monetários, e da subordinação das políticas fiscal e cambial à política monetária.

ANEXO

QUADRO 3.1

SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO
TIPO E NÚMERO DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

TIPO DE INSTITUIÇÃO	NÚMERO DE INSTITUIÇÕES ATIVAS
I - Bancos Comerciais (BC)	
Privados	
nacionais	10
estrangeiros	19
participação estrangeira	2
Oficiais	8
Subtotal (privados e oficiais)	39
II - Bancos Múltiplos (BM)	
Privados	
nacionais	127
estrangeiros	16
participação estrangeira	30
Oficiais	20
Subtotal (privados e oficiais)	193
III - Bancos de Investimento	21
IV - SCFI	42
V - SCI	24
VI - APE	2
TOTAL (I a VI)	321

FONTE: Banco Central do Brasil(13/10/92)

QUADRO 3.2

PRODUTOS E SERVIÇOS DOS BANCOS MÚLTIPLOS PRIVADOS (1988-92)

ANO	PRODUTOS	SERVIÇOS
1988	. fundo de curto prazo ao portador . fundos de renda fixa e variável . aplicação no overnight com prazo indeterminado . conta remunerada	. <i>business line</i> (<i>home-bank</i>) . cartões magnéticos . caixas automáticas
1989	. conta remunerada . depósitos overnight	. sistema de cobrança on line, permitindo a transmissão das ordens de cobrança aos clientes
1990	. CDB	. serviço gestor financeiro (administração de carteiras)
1991	. FAF . fundos de curto prazo nominativos . fundos de renda fixa para pessoas físicas e jurídicas . poupança com data múltipla	. caixas eletrônicos instalados em empresas para que o cliente possa fazer transações sem ir até a agência . <i>phone bank</i> . emissão de extratos via fax . cobrança e aplicação imediata dos recursos . resgate automático de fundos para a conta corrente
1992	. fundos de renda fixa e variável . FAF-FIC . fundos de commodities - perfil de renda fixa - perfil de renda variável - perfil "hedge" cambial (lastreado em export notes e contratos futuros de câmbio) - perfil pessoas físicas - perfil pessoas jurídicas . fundos de investimento para investidores estrangeiros . "conta total": funciona como gerenciador de fluxo de caixa fazendo com que a conta corrente não fique descoberta devido a transferências de outras aplicações (FAF)	. conexão direta dos terminais do banco ao microcomputador do cliente . conexão direta a terminais portáteis . consolidação de informações de vários bancos . sistema de informações simultâneas do movimento da conta corrente

Fonte: Gazeta Mercantil, Revista Exame, Folha de S. Paulo.

TABELA 3.1

Sistema Financeiro Privado
Evolução dos depósitos
US\$ milhões (1)

Instituição(2)	Saldos em dezembro				
	1988	1989	1990	1991	1992 (3)
BM	15558	60342	26575	22877	40670
BC	27235	10040	2653	2727	4104
BI	4884	3755	1281	743	3590
SCI/APE	5639	1657	429	709	1139
SCFI	458	134	93	24	88
Total (4)	53774	75928	31031	27080	49591

Notas:

- (1) Valores originais em cruzeiros correntes convertidos pela taxa de câmbio comercial de fim de período.
- (2) As instituições referem-se a Banco Múltiplo (BM), Banco Comercial (BC), Banco de Investimento (BI), Sociedade de Crédito Imobiliário e Associações de Poupança e Empréstimo (SCI/APE) e Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento (SCFI)
- (3) Dado preliminar.
- (4) Os depósitos totais correspondem à soma dos depósitos à vista e a prazo, vinculados ao mercado aberto, letras hipotecárias, letras imobiliárias, letras de câmbio e Depósito Especial Remunerado.

FONTE: Boletim mensal do Banco Central do Brasil.

TABELA 3.2
FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTOS
Patrimônio líquido

Em US\$ milhões (1)				
Período	FAF	Renda Fixa	Commodities (2)	Ações
1988-dez	-	1488	-	767
1989-dez	-	2058	-	1091
1990-dez	-	438	-	301
1991-dez	9630	1929	-	558
1992 dezembro	10663	2636	5159	615

Notas:

(1) Valores originais em cruzeiros convertidos em dólares pela taxa de câmbio comercial do fim do período

(2) O início da operação dos fundos corresponde ao mês de agosto.

FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil.

TABELA 3.3

Sistema Financeiro Privado
Evolução dos empréstimos
US\$ milhões (1)

Instituição(2)	1988	1989	Saldo em Dezembro		
			1990	1991	1992 (3)
BM	5642	19212	22001	19710	28356
BC	21441	11062	3592	2540	2961
BI	4148	1876	1591	1323	1608
SCI/APE	5871	3838	2475	1463	1480
SCFI	1644	765	614	471	451
Total (4)	38746	36853	30273	25507	34944

Notas:

- (1) Valores originais em cruzeiros correntes convertidos em dolar pela taxa de câmbio comercial de fim de período.
- (2) As instituições referem-se a Banco Múltiplo (BM), Banco Comercial (BC), Banco de Investimento (BI), Sociedade de Crédito imobiliário e Associações de Poupança e Empréstimo (SCI/APE) e Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento (SCFI).
- (3) Dado preliminar.
- (4) O total dos empréstimos corresponde às operações de crédito e arrendamento mercantil (o total efetivo inclui rendas a apropriar).

FONTE: Boletim Mensal do Banco Central.

TABELA 3.4
BANCOS MÚLTIPLOS PRIVADOS
Ativo - principais contas

Posição em	Aplicações em títulos e valores mobiliários		Oper. de crédito e arrendam. mercantil - total efetivo		Permanente		Outras (2)		Total Ativo	
	US\$ milhões	% relativa	US\$ milhões	% relativa	US\$ milhões	% relativa	US\$ milhões	% relativa	US\$ milhões	% relativa
dezembro 1988	9769	45,94	5671	26,53	1958	9,16	3927	18,37	21376	100,00
junho 1989	28148	52,09	13493	24,97	3637	6,73	8760	16,21	54041	100,00
dezembro 1989	49293	56,65	19166	22,02	5857	6,73	12704	14,6	87012	100,00
junho 1990	19016	23,82	24272	30,40	5601	7,01	30948	38,77	79824	100,00
dezembro 1990	10128	16,02	22001	34,36	5480	8,56	26288	41,06	64024	100,00
junho 1991	5884	9,35	23864	37,93	6681	10,62	26490	42,1	62922	100,00
dezembro 1991	6352	11,76	19710	36,50	8710	16,13	19228	35,61	53995	100,00
junho 1992	20099	26,59	23951	31,68	9511	12,58	22036	29,15	75596	100,00
dezembro 1992 (1)	26246	31,69	28357	34,24	9833	11,87	18387	22,2	82825	100,00

Notas:

(1) Dado Preliminar

(2) Inclui Disponibilidades, Depósitos no BACEN, Depósitos do SBPE no FABRE e no FAL, Haveres externos, Créditos especiais, Adiantamentos por conta de pagamentos diversos e Outras contas (saldo líquido).

FONTE: Boletim mensal do Banco Central do Brasil.

TABELA 3.5

Bancos Múltiplos Privados
 Aplicações em Títulos e Valores Mobiliários (1)
 Participação Relativa dos Títulos Públicos (2)

Saldos em dez.	Títulos Públicos Federais Em (%)	Títulos Estad. e Municipais Em (%)
1988	43,29	-
1989	88,13	3,35
1990	63,41	7,35
1991	51,52	29,23
1992 (3)	74,12	20

Notas:

(1) O total das carteiras inclui títulos públicos e privados.

(2) Os títulos públicos referem-se ao total das aplicações em
 1988 LFT e BTN

1989 LFT, LTN, Título Estadual e Municipal

1990 LFT, BTN, LBC, BBC e Títulos Estad. e Mun.

1991 LFT, BTN, LBC, BBC, NTN e Tít. Est. e Munic.

1992 BTN, LBC, BBC, NTN, Títulos Estaduais e Municipais

(3) Dado preliminar.

FONTE: Boletim Mensal do Banco Central

TABELA 3.6

Bancos Múltiplos
Obrigações por Haveres Financeiros

Final do período (dez)	Depósitos à vista %	Depósitos Poupança %	Depósitos a prazo %	Dep.vinc. merc. aberto %	Letras Câmbio %	Letras Hipotec. %	DER %	Total depósitos valor US\$milhões (1)	%
1988	10,46	47,67	9,94	31,78	0,07	0	0	15558,17	100
1989	3,16	13,86	9,79	72,86	0,14	0,1	0	60342,49	100
1990	13,84	16,95	34,3	33,6	0,38	0,8	0	26575,23	100
1991	12,57	24,46	47,1	7,81	0,02	1,7	6,14	22876,83	100
1992	5,64	18,57	47,75	21,36	0,03	0,7	5,8	40671,79	100

Notas:

(1) valores originais em cruzeiros convertidos em dólar pela taxa
de câmbio comercial em fim de período

FONTES: Boletim Mensal do Banco Central
Boletim do Banco Central do Brasil

TABELA 3.7

Bancos Múltiplos Privados
Passivo - Principais contas

Posição em	Obrigações por haveres financeiros		Obrigações e repasses internos		Obrigações e repasses externos		Patrimônio líquido		Outras (2)		Total do passivo	
	Milhões US\$	%	Milhões US\$	%	Milhões US\$	%	Milhões US\$	%	Milhões US\$	%	Milhões US\$	%
DEZEMBRO 88	15640	73,17	261	1,22	1109	5,19	2307	10,79	2059	9,63	21376	100,00
JUNHO 89	39378	72,87	896	1,66	4284	7,93	4556	8,43	4923	9,11	54041	100,00
DEZEMBRO 89	60342	69,18	1395	1,6	9174	10,52	6660	7,64	9646	11,06	87219	100,00
JUNHO 90	33425	41,87	3301	4,13	10515	13,17	7189	9,00	25408	31,83	79824	100,00
DEZEMBRO 90	26575	41,51	2348	3,67	9970	15,57	5948	9,29	19182	29,96	64024	100,00
JUNHO 91	25629	40,73	2191	3,48	9467	15,05	7685	12,21	17952	28,53	62922	100,00
DEZEMBRO 91	22877	42,37	1864	3,45	10384	19,23	9192	17,03	9674	17,92	53985	100,00
JUNHO 92	35810	47,37	2321	3,07	21242	28,10	10779	14,26	5443	7,2	75596	100,00
DEZEMBRO 92 (1)	40672	49,1	2839	3,42	19609	23,68	11328	13,68	8382	10,12	82825	100,00

Notas:

(1) Dado preliminar.

(2) Inclui Depósitos Interfinanceiros (líquido), Obrigações diversas (especiais, por arrecadações, por pagamentos a efetuar e por valores a incorporar), Provisões e Contas de resultado.

FONTE: Boletim do Banco Central

TABELA 3.8

Bancos Múltiplos Privados
Operações de Crédito e Arrendamento Mercantil (1)

SETORES	1988		1989		1990		1991		1992 (3)	
	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%
Setor Público	241	3.38	1295	5.56	1349	5.01	1184	6.23	1022	3.17
Federal	152	2.13	743	3.19	665	2.47	498	2.0	275	0.85
Estadual	89	1.25	524	2.25	616	2.29	610	3.41	718	2.04
Municipal	0	0	27	0.12	68	0.25	76	0.82	29	0.08
Setor Privado	6873	96.62	21994	94.44	25582	94.99	23062	93.77	31216	96.8
Rural	441	6.19	926	3.98	1337	4.97	1232	5.14	1152	3.57
Indústria	875	12.29	6154	26.42	7689	28.55	7064	28.87	10587	32.84
Comércio	353	4.96	1702	7.31	2313	8.59	2928	11.97	4346	13.48
Inst. Financeiras	269	0.86	364	1.56	153	0.57	178	0.72	462	0.14
Pessoas Físicas	269	3.79	960	4.12	720	2.67	940	3.88	1870	5.80
Habitação	3884	54.59	8907	38.25	9357	34.75	6979	28.04	6899	21.4
Outros Serviços	991	13.93	2981	12.80	4012	14.90	3741	15.14	5899	18.3
Total	7114	100.0	23713	100.0	26931	100.0	24246	100.0	32238	100.0

Notas:

- (1) Corresponde ao total de operações de crédito e arrendamento mercantil, excluindo as rendas a apropriar.
- (2) Valores originais em cruzeiros convertidos em dólares pela taxa de câmbio do fim do período.
- (3) Dado preliminar.

FONTE: Boletim Mensal do Banco Central.

TABELA 3.9
PRINCIPAIS ÍNDICES DE PREÇOS.

Período	IGP-DI	IPA-DI	IPC-Br	INCC	IGP-M	IPC-FIPE	IPCA	Variações percentuais	
								INPC	ICV-DIEESE
1988	1038	1050	-	1061	-	892	980	993	921
1989	1783	1749	-	2023	-	1636	1973	1864	1947
1990	1477	1450	1658	1095	1700	1639	1621	1585	1850
1991	480	472	494	486	458	459	473	475	500
1992	1156	1154	1156	1195	1174	1129	1119	1149	1128

FONTES: Boletim do Banco Central,
DIEESE, FGV, FIPE e Fundação IBGE.

TABELA 3.10

Rentabilidade Real dos Principais Ativos Financeiros (1)

Período Ac. Ano	Cademeta de Poupança (2)	DER (3)	CDB Pré-fixado (4)	Fundos de Investimento (5)				
				Renda fixa	Ações	C. prazo e FAF (6)	Capital Estrang.	Commod (7)
1990	-15,35	-	-28,08	-22,15	-49,55	-36,88	-71,62	-
1991	-4,2	6,49	13,73	7,69	87,47	-11,4	259,32	-
1992	6,02	6,68	22,71	26,88	-9,58	-5,35	10,99	4

Notas:

(1) Valores ajustados pelo IGP-DI (base: jan/91)

Tratamento fiscal:

- CDB e fundos de renda fixa: 30% de IR na fonte sobre o que exceder a variação da UFIR diária no período de aplicação;
- Fundos de ações: 25% de IR na fonte sobre o que exceder a variação da UFIR diária no período de aplicação;
- Incide adicional de imposto estadual ou do DF sobre a renda de 5%, do IR federal (vigência a partir de 1.12.89; em SP e no RJ, a partir de 1.3.89).

(2) A partir de fev/91, TRD+0,5% a.m. A rentabilidade refere-se às cadernetas com aniversário no primeiro dia do mês posterior ao assinalado. Esta data engloba a maior concentração de cadernetas.

(3) TRD+ juros (8% até 16.2.93, 7,5% até 16.8.93, 7% até 16.2.94, 6,5% até 16.8.94 e 6% a partir de então).

(4) Taxas efetivas derivadas de taxas simples modais coletadas de todos os bancos pela mesa de operações do BCB para CDB prefixados de 30 dias tomados por empresas de grande porte.

(5) De abril/90 a setembro/90: estimativas por amostragem.

(6) Sucederam, a partir de março/91, os fundos de curto prazo. Aplicações com prazo superior à carência do IOF. Permanecem sujeitas à tributação pela alíquota de 5% sobre o rendimento bruto apropriado diariamente ao quotista.

(7) Estimativas.

FONTES: Banco Central do Brasil- Estatísticas Básicas do Mercado Financeiro e de Capitais
(DENOR-DEASF), abril de 1993.
Boletim do Banco Central.

CAPÍTULO 4 O DEBATE RECENTE SOBRE A GESTÃO MONETÁRIA NO BRASIL

4.1 INTRODUÇÃO

A abordagem pós-keynesiana da política monetária constitui um contraponto à visão monetarista. Os pós-keynesianos fazem uma crítica radical à concepção de política monetária como política central na estabilização de preços. Por outro lado, destacam a impossibilidade de considerar isoladamente a ação de cada política macroeconômica, dado que rejeitam a análise de caráter estático. Além das inter-relações das políticas cambial, monetária e fiscal, salientam que, num contexto de crescimento, a política monetária, entendida na dimensão das relações financeiras, tem um espaço próprio de atuação. O sucesso da dimensão creditícia da política monetária depende, primeiro, da participação do Estado na Economia; segundo, do grau de autonomia do Banco Central; terceiro, da definição de instrumentos seletivos da política monetária e financeira, com alocação para setores estratégicos (e os seus satélites) e prioritários; e, quarto, das dificuldades práticas de implementação.

Essa abordagem lembra que a ausência de elementos institucionais, em muitas análises teóricas, remete a falsas questões. A crise monetária brasileira, e suas imbricações com a crise do padrão de financiamento e com as expectativas empresariais, são, na minha interpretação, elementos indispensáveis na avaliação da gestão monetária.

Este capítulo representa uma crítica à tese monetarista, fundamentada na viabilidade do controle quantitativo de agregados monetários, como solução para o problema monetário no Brasil. A recuperação da experiência de gestão monetária no período recente, embora não seja de caráter exaustivo, constitui um marco para questionar a "tese da âncora monetária" presente no debate brasileiro contemporâneo. Diante da recorrência e da importância das recomendações monetaristas nas propostas de estabilização para a economia brasileira, considero relevante fazer uma apreciação crítica de seus fundamentos teóricos e viabilidade prática, crítica que se desdobra em dois aspectos analíticos:

- 1) a relação juros/agregados monetários;
- 2) a autonomia da política monetária e a independência do BACEN.

No início dos anos 90, o debate estava polarizado entre os diagnósticos de Pastore²⁵⁸ e Belluzzo.²⁵⁹ Na primeira parte deste capítulo, recupero esse debate, destacando os limites teóricos das propostas monetaristas.

Na segunda parte do capítulo, avanço na crítica, comparando a experiência da gestão monetária quantitativa, referente ao período de maio a setembro de 1990, com a política de juros reais elevados, referente ao período de novembro de 1991 a abril de 1992. Por um lado, é possível identificar os equívocos da política monetarista de controle de agregados a partir da experiência ortodoxa de controle quantitativo de agregados monetários, considerando que a volatilidade dos juros impede a continuidade dessa política no tempo. Por outro lado, a política de juros reais elevados, implementada no final de 1991 em um contexto de liberalização financeira e de mudanças nas condições de liquidez internacional, promove o aumento de reservas internacionais, implicando a expansão endógena dos agregados monetários. Na prática, a política monetária, através da fixação da taxa de juros, sanciona a evolução endógena dos agregados monetários.

Na terceira parte do capítulo, aprofundo a crítica aos pressupostos da tese da âncora monetária, destacando a perda de autonomia da política monetária na fixação de uma taxa de juros compatível com a estabilização e o crescimento. Analiso a interdependência das políticas macroeconômicas referentes ao câmbio, juros e fisco, para concluir sobre os determinantes da crise da gestão monetária no Brasil. Minha tese se opõe às propostas de economistas brasileiros monetaristas que vislumbram a possibilidade de retomar a gestão monetária através do controle quantitativo dos agregados, desde que garantidas determinadas condições institucionais, principalmente a independência do BACEN.

4.2 LIQUIDEZ, MOEDA INDEXADA E POLÍTICA MONETÁRIA: O DEBATE NO INÍCIO DA DÉCADA DE 90 E O PLANO COLLOR I

A discussão sobre os limites e possibilidades da política monetária no Brasil, no final dos anos 80 e início dos anos 90, remete à relação entre moeda indexada, política monetária e preços. O debate sobre a crise da gestão monetária no Brasil gira em torno das implicações do caráter líquido da riqueza sobre a gestão monetária e sobre a

²⁵⁸ PASTORE, A. C. (1991). A Reforma Monetária do Plano Collor. In: FARO, C. de (org.). Plano Collor: avaliações e perspectivas. Rio de Janeiro, Livros técnicos e Científicos. (originais de 1990)

²⁵⁹ BELLUZZO, L. G. M.; ALMEIDA, J. G. de (1990a). Crise e Reforma Monetária no Brasil, mimeo.

efetividade da política monetária na estabilização de preços. Embora o debate tenha sido intenso, entendo que os pontos centrais podem ser resgatados a partir da recuperação das posições defendidas por Belluzzo e Pastore, no início do ano de 1990.

4.2.1 Belluzzo e a crise monetária

Para Belluzzo, a gestão monetária, na segunda metade dos anos 80, evitou a explicitação da crise monetária, decorrente da crise do padrão de financiamento da economia brasileira, em hiperinflação. O caráter líquido da riqueza financeira imobilizava a política monetária, limitando a autonomia do BACEN na administração da taxa de juros. Belluzzo, na tradição keynesiana, avalia a eficácia da política monetária como política de juros, através de sua capacidade de induzir modificações de *portfolio* e afetar decisões de gasto, o que pressupõe a existência de expectativas e opiniões divergentes por parte dos agentes econômicos.²⁶⁰ Ao mesmo tempo, aponta para a existência do efeito riqueza, apreendido como um aspecto do mecanismo de transmissão da política monetária via juros.²⁶¹ O manejo da taxa de juros, na sua visão, não se confunde com a determinação de uma *âncora wickselliana*²⁶², através da qual o BACEN possa controlar a estrutura de demanda e os preços dos ativos, de forma a viabilizar o crescimento estável do sistema.

Na argumentação de Belluzzo, a preferência absoluta por liquidez justifica a perda de efetividade da política monetária no sentido de impulsionar as decisões de gasto na economia. Ademais, a gestão monetária aumenta a instabilidade inflacionária, na medida em que ocorre o processo de "financeirização dos preços". Em outras palavras, os empresários adotam a taxa nominal esperada de juros de curtíssimo prazo como critério para o reajuste dos custos no período de produção, procurando antecipar o seu

260 Num modelo simplificado, como o de Keynes, de dois ativos (moeda e títulos a juros), as opiniões divergem entre haixistas (antecipam o aumento da taxa de juros e a queda do preço dos títulos) e altistas (antecipam a queda da taxa de juros e a elevação do preço dos títulos).

261 Ao longo da década de 80, no Brasil, há uma elevação da aplicação financeira em relação ao produto real da economia, criando-se direitos futuros de gasto em ritmo superior às suas possibilidades de realização, tendo como parâmetro a produção corrente.

262 Para Wicksell, o afastamento da taxa monetária de juros, praticada pelos bancos, da taxa natural, compatível com a taxa de lucro do estoque real de capital, deveria ser evitado de forma a impedir tendências inflacionárias ou deflacionárias, que seriam cumulativas e inexoráveis. Consultar a esse respeito WICKSELL (1990), *op. cit.*

comportamento em condições de incerteza e compensar diferenciais de risco e liquidez entre riqueza ativa e inativa.²⁶³

O comportamento defensivo-especulativo dos agentes econômicos condiciona, na opinião de Belluzzo, a administração da taxa de juros pelo BACEN. Em tais circunstâncias, a expansão da moeda e das quase-moedas é um resultado da política monetária adotada.²⁶⁴

Os mercados de risco, com dimensões reduzidas diante dos direitos acumulados sob a forma de riqueza líquida, forneciam uma sinalização quanto ao limite inferior para as taxas de juros de curtíssimo prazo respeitado pelo BACEN, de forma a evitar qualquer deslocamento da liquidez financeira que pudesse deflagrar a hiperinflação. O deslocamento da riqueza líquida para os mercados especulativos aumentaria as cotações dos ativos de risco, pressionando o câmbio. Aparece explícita, nessa argumentação, uma relação de causalidade entre câmbio e preços, pois, caso ocorresse a dolarização da unidade de conta na fixação dos preços dos produtos nacionais, seria impossível conter a hiperinflação. Assim, a deflagração do processo hiperinflacionário deve ser entendida, na argumentação de Belluzzo, a partir da relação entre câmbio, juros e preços em um contexto institucional marcado pela liquidez da riqueza, no qual a fuga para a moeda forte é um desdobramento da crise.

Diante da perda de efetividade da política monetária na tradição keynesiana, Belluzzo propõe uma Reforma Monetária, destacando o critério da seletividade do crédito na reintrodução da liquidez na economia.

4.2.2 Pastore e a zeragem automática

Em oposição à tese de Belluzzo, que representa uma crítica à política monetária como política de estabilização e mostra a interdependência das políticas fiscal, monetária e cambial, a argumentação de Pastore privilegia, na análise do processo inflacionário, a

²⁶³ Para Belluzzo, a financeirização dos preços corresponde à generalização do critério keynesiano do custo de uso dos ativos na formação de preços dos bens (BELLUZZO, L.; ALMEIDA, J. (1990a), op. cit., p.8). Nesse processo, também eram arbitrados os diferenciais de risco e rentabilidade da produção de ativos *tradables* e *non tradables*. A ação do Estado favoreceu os preços dos *tradables*, fundamentalmente através da desvalorização diária do câmbio (introduzida em 1985), evitando riscos na antecipação da variação de custos e das restrições às importações. Havia, assim, uma dolarização da economia sem referência direta à moeda estrangeira, fundamentada no grau de complementariedade entre câmbio e juros.

²⁶⁴ Seguindo Keynes, Belluzzo assume que a diferença entre débitos e dinheiro é institucionalmente dada. Assim, no Brasil, os depósitos de poupança e os depósitos a prazo poderiam ser considerados como dinheiro.

política monetária passiva, monetizando os déficits do Tesouro e a dívida pública.²⁶⁵ Na opinião de Pastore, o crescimento passivo da quantidade de moeda (BM e M1) a reboque das expectativas de inflação era viabilizado pelo refinanciamento automático das carteiras de títulos públicos das instituições financeiras pelo BACEN (zeragem automática). Em tais circunstâncias, a moeda indexada (depósitos de *overnight* de títulos públicos e privados) exercia uma força antiinflacionária, ao evitar a troca da moeda de curso forçado por bens ou outros ativos.

Pastore supõe que todo excesso de oferta monetária em relação à oferta real de bens e serviços é inflacionário. Na sua argumentação a política monetária aparece como a causa dos desequilíbrios, defendendo a estabilização de preços através da adoção da **regra monetária friedmaniana**.²⁶⁶ No arranjo institucional adequado para a efetividade da política monetária, o Tesouro determinaria o crescimento das necessidades de financiamento como um todo, e a Autoridade Monetária fixaria a sua composição entre títulos e moeda.

Na sua opinião, a política de juros não combate a inflação: ou a aceleração da inflação é nula, no caso em que o BACEN ajusta a taxa de mercado à taxa real, ou crescente, quando o BACEN erra na avaliação do mecanismo de formação de expectativas da taxa de inflação esperada e no ajuste da taxa de mercado à taxa real.²⁶⁷ Através da política de juros, o BACEN perde a capacidade de fixar regras monetárias, de controlar a base monetária e, assim, de tornar a política monetária efetiva no combate à inflação.²⁶⁸

265 PASTORE (1991), op. cit., p. 167.

266 Ibidem, p. 172.

267 Consultar PASTORE, A. C. (1990). Inflação e expectativas com a política monetária numa regra de taxa de juros. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 44, n. 4, p. 499-528, out./dez. O autor condena a política monetária centrada numa política de juros como estratégia para a estabilização dos preços, sustentando sua argumentação nos efeitos da divergência entre as taxas de mercado e natural de juros nos preços. Se as expectativas forem adaptativas e se o regime de política monetária fixar a taxa de juros de mercado em nível idêntico à taxa real natural, a Autoridade Monetária somente conseguirá anular ou estabilizar a aceleração da inflação sem estabilizar o nível de preços. Entretanto, se a taxa de juros de mercado se afastar da taxa real natural, a regra da taxa de juros pode constituir-se numa importante fonte de instabilidade. Na vigência de expectativas adaptativas, o Banco Central deve aumentar a taxa de mercado para compensar o aumento da taxa de inflação esperada, de forma a evitar a queda da taxa real de juros (em relação à taxa real natural) e a aceleração das taxas de inflação. Num caso extremo, se o Banco Central decidir manter fixa a taxa de juros de mercado, as variações na quantidade de moeda tornam-se passivas e a trajetória da inflação torna-se instável. É a passividade da oferta de moeda que sanciona a influência das expectativas na evolução dos preços. Os efeitos adversos do desajuste entre a taxa de mercado e a taxa real sobre a aceleração dos preços são agravados em economia indexadas.

268 Ibidem, p. 165.

Pastore critica o diagnóstico da inflação brasileira centrado na pressão inflacionária exercida pelo caráter líquido da riqueza financeira.²⁶⁹ As raízes da hiperinflação com moeda indexada, na sua argumentação, residem no impacto inflacionário da expansão da demanda agregada acima da oferta real de bens e serviços, processo esse viabilizado pela conversão automática da moeda indexada em M1, através da zeragem automática.²⁷⁰ Reduz, assim, a importância do grau de liquidez da moeda indexada em favor de uma crítica centrada na zeragem automática.²⁷¹

Para reforçar a sua posição, Pastore compara os impactos sobre a renda e sobre os preços de diferentes formas de financiamento do gasto público. Dada a hipótese de pleno emprego, um aumento do gasto público somente não seria inflacionário se fosse obtido à custa de uma diminuição do gasto privado. Caso o déficit público fosse coberto através da venda de títulos públicos não sujeitos ao compromisso da recompra (moeda indexada sem zeragem automática), o aumento do gasto público teria como contrapartida a queda do gasto privado e a demanda agregada seria mantida constante, evitando-se pressões inflacionárias. O seu argumento reintroduz o raciocínio estático: sendo a renda real dada, o ajuste envolve somente uma alteração na composição do gasto. Se o financiamento do gasto público adicional fosse realizado através de expansão monetária (monetização dos déficits), não sendo compensado pela queda do gasto privado, a elevação da demanda agregada, em face das condições reais da oferta de bens e serviços, provocaria um aumento do nível de preços.

Na avaliação de Pastore, o Plano Collor I não conseguiu criar condições de controle monetário sobre os fluxos de expansão da base monetária e do M1, nem modificar o grau de liquidez dos ativos financeiros. Ao manter o mecanismo da zeragem automática e a não-independência do BACEN, tornou impraticável a estabilização dos preços.²⁷² O alvo errado do Plano Collor I, na sua visão, foi assimilar o grau de liquidez dos ativos com a sua quantidade, supondo que o bloqueio garantisse a estabilização dos preços.²⁷³

²⁶⁹ Este era, na opinião de Pastore, o fundamento do Plano Collor, embora não tivesse um diagnóstico explícito. Ver a esse respeito PASTORE (1991), op. cit. Para Pastore a Reforma Monetária apenas reduziu o M4, não criando as condições para o controle da base monetária.

²⁷⁰ CARVALHO, C. E. (1992). Liquidez e choques antiinflacionários. In: A luta pela sobrevivência da moeda nacional, São Paulo, Paz e Terra, p. 126-203. Para Carvalho isto não ocorreria se os depósitos *overnight* fossem comprados por agentes privados, havendo uma mudança de proprietários de moeda não indexada e de moeda indexada. A não existência de fluxos monetários adicionais descarta o efeito inflacionário.

²⁷¹ Ibidem, p. 175.

²⁷² PASTORE (1991), op. cit., p. 168. O ajuste fiscal tem, num primeiro momento, menos prioridade do que o controle monetário a curto prazo, embora seja fundamental para dar consistência fiscal à política monetária no longo prazo.

²⁷³ Ibidem, p. 172.

Pastore defende que o sucesso da estabilização depende do controle do BACEN sobre os fluxos e não sobre os estoques. No entanto, a experiência da gestão monetária ortodoxa, aplicada de maio a setembro de 1990, centrada no controle quantitativo dos agregados e na extinção da zeragem automática, mostrou-se, como veremos na seção 4.3.1 deste capítulo, insustentável como orientação de política monetária.

4.2.3 Implicações do debate teórico sobre política monetária

O debate sobre a gestão monetária no Brasil no início de 1990, e o lançamento do Plano Collor I permitem retomar a discussão sobre o caráter endógeno da moeda e o papel da quantidade de moeda na determinação do nível de preços. Em contraposição à tese de Belluzzo, que fundamenta a instabilidade da economia brasileira nas crises de crédito e confiança, destacando a impossibilidade de existência de regras rígidas para a gestão monetária em função da natureza não-neutra da moeda, Pastore defende a adoção de uma política de estabilização centrada no controle dos fluxos monetários.

A crítica teórica deve se dirigir, em primeiro lugar, à exogeneidade da base monetária e do M1, suposta por Pastore. O comportamento da base monetária e dos agregados monetários é, na verdade, o resultado da evolução do setor externo, das relações com o Tesouro Nacional e das decisões do público quanto à demanda de moeda. A decisão alocativa quanto à demanda de ativos financeiros em contexto inflacionário depende do rendimento nominal bruto e das inovações financeiras que possibilitam o acesso do público à liquidez financeira. Nesse quadro, os agentes reduzem ao mínimo o tempo de demanda de moeda de curso forçado para poder efetuar transações, aumentando a velocidade de circulação da moeda.

A fuga da moeda indexada em função do risco de preço era contornada através do manejo da política de taxa de juros reais.²⁷⁴ Por um lado, o estoque acumulado de dívida condicionava a política de juros e, por outro, a gestão monetária agravava a crise fiscal e a financeira. Assim, a continuidade dessa política alimentava o risco de crédito,

274 Para uma recuperação dos riscos de preço e de crédito dos ativos financeiros, ver FERREIRA, C. K. L. (1990). Política monetária "ativa" e consistência fiscal: a experiência de 1988/89. Texto para discussão, IESP/FUNDAP, São Paulo, v.5, n.1. O autor a partir de Keynes (1936), recupera os atributos dos ativos que condicionam a preferência pela liquidez: rendimento nominal bruto (q), custo de carregamento (c), prêmio de liquidez (l) e a desvalorização da moeda diante dos preços dos bens (a), que, por hipótese, expressa um determinado índice de preços. O coeficiente (a) será positivo caso haja inflação. Do ponto de vista da avaliação dos riscos, deve-se comparar as diversas parcelas ($q-c-a+l$), considerando o valor esperado dos parâmetros, e não a sua evolução verificada (particularmente num contexto de regras instáveis de formação de expectativas).

dada a desconfiança dos agentes diante da própria crise do setor público emissor da dívida nova.²⁷⁵ No quadro institucional brasileiro, o dinheiro sacado das aplicações financeiras de curtíssimo prazo voltava ao sistema bancário na forma de depósitos à vista ou outras aplicações financeiras de curtíssimo prazo por parte dos vendedores dos bens reais ou ativos de risco. Assim, o termo fuga designava o aumento do giro dos recursos no sistema bancário.²⁷⁶

Em suma, as decisões do público tornavam endógenos os movimentos dos agregados monetários, determinando limites para o controle monetário. Num contexto de alta inflação e liquidez dos ativos financeiros, no qual os bancos não mantinham reservas livres junto ao BACEN, um aumento da demanda por moeda de curso forçado ou dos depósitos à vista (M1) elevava a necessidade de liquidez (papel-moeda e reservas) por parte das instituições financeiras. Assim, a sanção das necessidades de liquidez das instituições bancadoras de títulos públicos evitou não só a instabilidade das taxas de juros, mas, também, o risco de os bancos rejeitarem a rolagem da dívida pública quando o BACEN assumisse posição *oversold*.²⁷⁷

O sancionamento da maior demanda de M1 por parte do BACEN independia do mecanismo da zeragem automática.²⁷⁸ O BACEN poderia também suprir tais recursos através do redesconto ou da diminuição do compulsório. Entretanto, o custo mais elevado do redesconto para os bancos problematizaria o carregamento de títulos públicos. Os impactos da redução do compulsório também não eram imediatos, dada a

275 A taxa nominal de juros incidente sobre o estoque de dívida excede a variação nominal da receita tributária.

276 Carvalho (1992, op. cit.) aponta, ainda, que o financiamento das posições em títulos por parte do sistema bancário dependia, também, de fatores tais como: 1. variações na demanda de moeda manual pelo público; 2. variações na demanda por ativos de prazo mais longo; 3. variações na demanda por crédito junto à instituição financeira; 4. variações dos encaixes e recolhimentos obrigatórios junto ao BACEN; 5. injeção ou enxugamento da moeda a partir dos gastos e recebimentos do Tesouro e das operações de câmbio.

277 A existência das LBC não foi suficiente para garantir o objetivo da estabilidade dos juros, pois, embora o rendimento das LBC/LFT fosse igual à média do *over* diário, as instituições financeiras poderiam perder, caso não conseguissem captar recursos junto ao público visto que o acesso ao redesconto ou ao interbancário poderia representar taxas de captação mais elevadas do que aquelas correspondentes à remuneração dos papéis.

278 Se as conversões da moeda indexada em M1 ocorrerem de forma acentuada, os bancos devem aumentar as taxas de captação para financiar suas carteiras, o que representa uma pressão sobre os juros pagos pelo BACEN, com risco das instituições financeiras reduzirem o carregamento dos títulos. Ao sancionar a alta dos juros, a ação do BACEN, mesmo que à revelia, acelera o crescimento do passivo público. Caso as conversões em M1 se destinem a ativar os gastos, induzindo, também, maior demanda por crédito (multiplicador bancário), as instituições financeiras aumentam a captação em títulos privados para lastrear as operações ativas. Neste caso, cabe ao BACEN sancionar ou não o processo, CARVALHO (1992), op. cit.

inelasticidade das reservas compulsórias à taxa de juros determinada pela defasagem no recolhimento das reservas.

Uma crítica radical à proposta de Pastore para a gestão monetária no Brasil exige reafirmar as conclusões pós-keynesianas a respeito da impossibilidade do exercício do controle monetário em termos de fluxos. A contrapartida da estabilidade da taxa de juros é a oscilação da base monetária.

A experiência brasileira mostrou que o BACEN opera a política monetária através da administração da taxa nominal de juros. Após o fim da zeragem automática, as intervenções do BACEN, através da recompra de títulos públicos no mercado secundário, procuraram evitar a volatilidade dos juros.

O debate ilustra as divergências quanto aos objetivos e mecanismos de transmissão da política monetária, que se traduzem na avaliação dos problemas de gestão monetária. De um lado, Pastore coloca a gestão monetária permissiva como limite à estabilização dos preços. De outro, Belluzzo apreende as dificuldades da gestão monetária no quadro de crise do padrão de financiamento da economia brasileira, no qual a solução da crise e a estabilização exigem o equacionamento de uma proposta ampla de política econômica.

Pastore retoma a concepção de formação de preços que atribui a responsabilidade no ritmo de reajuste dos preços aos fluxos monetários. O raciocínio subjacente é que haveria um montante ideal de moeda que se ajustaria ao volume de transações. Caso o volume de moeda superasse este nível, o ajuste ao excesso de oferta de moeda dar-se-ia através da elevação do nível geral dos preços. A validade desta hipótese quantitativista exige a adoção de alguns supostos adicionais - a economia em pleno emprego, a velocidade-renda da moeda estável com a mesma demanda de moeda em termos reais. Supõe também que qualquer excesso de moeda em relação aos encaixes desejados será transformado em consumo de bens. Pastore assume as hipóteses apresentadas por Friedman para validar o mecanismo de saldos reais e para defender as regras monetárias.

Ao contrário da visão de Pastore, Belluzzo adota como ponto de partida uma economia monetária, na qual a existência dos sistemas monetários modernos fundamenta-se na confiança e nas relações de crédito, embora ocorra especulação e incerteza. O ponto a ser destacado, no meu entender, é que a crítica de Belluzzo à concepção de moeda exógena assenta-se na incompatibilidade entre as regras monetárias fixadas *ex ante* e o caráter não-neutro da moeda nas economias capitalistas. Em situação de

incerteza, torna-se inoperante a neutralidade que os monetaristas desejam impor à gestão monetária, limitando o poder e o arbítrio do Estado através do BACEN independente.²⁷⁹

A noção de endogeneidade aparece associada, principalmente, ao sancionamento de decisões por parte do sistema bancário (moeda de crédito), podendo as operações bancárias, por sua vez, serem ou não sancionadas pelo BACEN.²⁸⁰ Há o suposto de que se espera que o BACEN arbitre, através da taxa de juros e da utilização das reservas, os desequilíbrios de preços dos ativos para evitar efeitos instabilizadores na economia.²⁸¹ Pode ser estabelecida uma analogia entre esta **gestão por limites** da Autoridade Monetária e a abordagem pós-keynesiana, que coloca o conflito de interesses na relação entre as instituições financeiras e o BACEN como um dos aspectos da crítica às regras monetárias.²⁸² Na interpretação de Belluzzo, o desequilíbrio financeiro do setor público, a elevação dos estoques da dívida pública, o comportamento dos juros, a crise cambial e o processo de financeirização dos preços são responsáveis pelas dificuldades à estabilização dos preços. Assim, a estabilização exigiria um equacionamento dos problemas estruturais.

O diagnóstico de Belluzzo rejeitava o argumento monetarista sobre a relação entre déficit público e desequilíbrio externo, que supõe a viabilidade de um ajuste do déficit público, provocado pela fixação de metas quantitativas para os agregados monetários, subordinando-o aos fluxos de receitas e despesas. No seu entender, a relação entre o endividamento externo e o circuito de endividamento público de curto prazo pressiona os juros e alimenta a própria inflação. Tal movimento explicita a crise do padrão de financiamento da economia brasileira, na qual o choque dos juros (1979) e a interrupção da oferta voluntária de recursos externos (1982) tiveram papel decisivo, agravando o processo de estatização da dívida.

279 O caso mais geral da gestão monetária independente é, segundo Belluzzo, o representado pela teoria monetarista que julga ser possível impor normas homogêneas de gestão monetária. Assumem que a instabilidade monetária é decorrência da atuação do gestor da moeda, isto é, desequilíbrios monetários originam-se do descumprimento pelo Estado das regras de gestão. Elimina-se o papel da incerteza nas antecipações privadas, que podem, também, originar perturbações monetárias.

280 Compara tal sistema ao da moeda-mercadoria, no qual existe um "teto", que cresce lentamente, impondo restrições às políticas nacionais de expansão do crédito, produzindo frequentes crises deflacionárias. Ver a esse respeito HICKS, J. (1978), *Experiência monetária e teoria da moeda*. In: *Perspectivas Econômicas: ensaios sobre moeda e crescimento*, Rio de Janeiro: Zahar, p. 63-121.

281 BELLUZZO, L.; ALMEIDA, J. (1990a), op. cit., p. 5.

282 Sobre a inspiração marxista da gestão por limites, ver AGLIETTA, M.; ORLEANS, A. (1990). *A violência da moeda*. São Paulo, Brasiliense.

O ajuste fiscal, corolário da política monetária monetarista, mostrava-se inviável, no parecer de Belluzzo, em função dos estoques de dívida acumulados pelo setor público. A efetiva inter-relação das contas públicas com o setor externo não podia ser apreendida no contexto da gestão monetária permissiva.

A meu ver, o quadro hiperinflacionário não pode ser reduzido a um problema de emissão monetária. Belluzzo aponta corretamente as raízes mais complexas do processo, no qual um deslocamento da moeda indexada poderia elevar os preços *spot* dos ativos de risco (como dólar paralelo) e contaminar outros preços e valores (bens estocáveis, matérias primas, bens duráveis, imóveis e terras).²⁸³ Destaca, portanto, a especulação sobre o câmbio e a dolarização da unidade de conta como elementos-chave no desencadeamento do quadro hiperinflacionário. Nesse diagnóstico alternativo ao ortodoxo, a relação câmbio/preços/moeda desloca a relação moeda/preços/câmbio na análise da dinâmica da evolução do processo.²⁸⁴ Em outras palavras, a desvalorização cambial, na análise ortodoxa, aparece como o resultado do processo, enquanto na visão alternativa é a desvalorização do câmbio que afeta a evolução dos preços domésticos, com a emissão monetária passivamente sancionando a depreciação da moeda nacional.

Entendo que a crise da gestão monetária aparece vinculada ao desequilíbrio financeiro do Estado e à crise de confiança no valor da moeda nacional. As dimensões cambial (geração de divisas) e fiscal (crescimento da dívida interna e pressão sobre a taxa de juros) do problema financeiro do Estado não podem ser resolvidas no âmbito da proposta monetarista centrada nos fluxos monetários.

A solução da crise envolve a retomada do crescimento e o equacionamento de problemas estruturais, tais como a restauração da confiança no padrão monetário, a reestruturação do padrão de financiamento público e o direcionamento produtivo da riqueza líquida acumulada. A história recente mostrou as divergências entre o Plano Collor I e a concepção de reforma monetária presente em Belluzzo. O caráter isolado da Reforma Monetária, sem ação simultânea na reconstituição do padrão de expectativas empresariais e dos mecanismos de crédito e financiamento, impediu a transformação da riqueza financeira numa alavanca para a retomada do crescimento.

283 O mesmo processo seria desencadeado por uma tentativa de monetização da dívida pública para reduzir o déficit financeiro (transformação da dívida em moeda corrente), ou por uma diminuição das taxas de juros para guiar as expectativas de preços.

284 Ver a esse respeito, AGLIETTA, M.; ORLEANS, A. (1990), op. cit.

O bloqueio de ativos financeiros provocou, após a implementação do Plano Collor I, uma situação de profunda incerteza quanto à solvência dos agentes privados, que procuraram recompor suas posições líquidas, pressionando o processo de reintrodução da liquidez na economia.²⁸⁵ O Plano outorgava permissão aos Tesouros federal, estaduais e municipais para converterem em cruzeiros os cruzados novos recebidos no recolhimento de impostos e taxas, o que vigorou até maio de 1990.

Diante da pressão da demanda por liquidez do setor privado, o Governo determinou a abertura de linhas de crédito ao setor financeiro, à construção civil, à agricultura, ao setor automobilístico, para pagamento da folha de salários e autorizou a conversão dos cruzados bloqueados para determinadas instituições, agentes ou grupos sociais.²⁸⁶ Adicionalmente, o reingresso de recursos de agentes privados que estavam no exterior, a formação de um mercado secundário de transferência de titularidade dos cruzados bloqueados e o crédito interempresas do setor privado, entre outros fatores, marcaram o processo de remonetização da economia. Em outras palavras, **as forças de mercado pressionaram tal processo, criando, de maneira endógena, a moeda e/ou seus substitutos, para atender à demanda por liquidez.**

A liquidez global da economia, embora sofrendo restrição, continuou concentrada nas quase-moedas, subordinando a política monetária à defesa do padrão monetário. O Plano Collor I negligenciou o direcionamento dos fluxos de crédito, como aparecia na proposta de Belluzzo para uma política de estabilização com crescimento, na qual o crédito seria o principal instrumento da política monetária.²⁸⁷

A polarização do debate sobre a crise da gestão monetária no Brasil, no início de 1990, expressa diferenças teóricas significativas. O meu objetivo é avançar na crítica às propostas monetaristas, procurando evidenciar, ao longo do capítulo, os limites das suas recomendações de política monetária.

²⁸⁵ A respeito da Medida Provisória nº 168, ver capítulo 3.

²⁸⁶ O BACEN estabeleceu linhas especiais de crédito para empresas com folha de pagamento entre Cr\$500mil e Cr\$3 milhões (Resolução nº 1692, regulamentada pela Circular nº 1605, ambas de 18/03/90) e para setores específicos, entre eles, a construção civil. Também destacam-se as conversões autorizadas para aposentados e pensionistas isentos de Imposto de Renda, sociedades beneficentes, tratamentos de saúde, depósitos judiciais e liberação do FGTS (casos específicos).

²⁸⁷ Belluzzo, na conjuntura anterior ao Plano Collor I, apontam como complementos da Reforma Monetária, uma reforma fiscal (com incidência de **capital levy**) e a fixação da taxa de câmbio, evitando desvalorizações e suspendendo pagamentos ao exterior.

4.3 ADMINISTRAÇÃO DA TAXA DE JUROS E ENDOGENEIDADE DOS AGREGADOS MONETÁRIOS

4.3.1 Tentativa de controle quantitativo dos agregados monetários e a volatilidade da taxa de juros (maio a setembro de 1990)

A experiência de gestão monetária ortodoxa no Brasil, de maio a setembro de 1990, permite-nos recuperar os fundamentos analíticos da endogeneidade da moeda e fazer uma crítica à concepção monetarista de política monetária. Na análise, procuro destacar a inviabilidade da política monetária de controles quantitativos.

Após o Plano Collor I, houve um intenso processo de remonetização da economia. O total de conversões acumuladas no período de março a maio - o chamado período da remonetização da economia - representou 39,7% dos recursos bloqueados junto ao BACEN, fazendo com que a relação M4/PIB ficasse acima do nível programado pelo Governo. A expansão dos agregados monetários refletia, em verdade, a demanda por moeda - o cruzeiro - por parte dos agentes econômicos, que desejavam refazer suas posições líquidas. O BACEN, diante das pressões para a conversão, sancionava a expansão endógena de moeda.²⁸⁸

Após esse período, é possível distinguir diferentes fases na condução da política monetária. Segundo o então presidente do BACEN, Ibrahim Eris, a alteração no passivo do setor público, promovida pela Reforma Monetária, permitiria ao BACEN recuperar os instrumentos clássicos de política monetária (compulsório, redesconto e operações de mercado aberto), no sentido de promover uma política ativa de controle quantitativo dos agregados monetários. Iniciar-se-ia uma nova fase na condução da política monetária, que objetivava restabelecer a capacidade do BACEN executar uma política monetária (e da administração da dívida pública) austera.

²⁸⁸ Durante o mês de maio, no final do período de remonetização, foram baixadas normas com o intuito de reduzir ao máximo vias adicionais de conversão. A Circular nº 1709 (3/05/90) vedava o pagamento de impostos, taxas e multas através dos cruzados bloqueados.

Esta fase caracterizou-se:

1º pelo aumento dos depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista, pela ampliação do recolhimento compulsório sobre o *floating*²⁸⁹ e por mudanças operacionais do mercado aberto. O controle monetário tornava-se crucial no esforço de contenção da expansão da demanda agregada e, por esta via, de atingir a estabilização dos preços;

2º pelo fim da *zeragem automática* - a partir de junho de 1990 - com o que o BACEN extinguiu o financiamento diário e automático ao custo do *overnight* às instituições financeiras que não conseguissem financiar sua carteira de títulos junto ao mercado. As instituições financeiras ilíquidas deveriam recorrer às operações de redesconto junto ao BACEN com custo *punitivo* acima do *overnight*;

3º pela troca de LFT (título pós-fixado) por LTN (título pré-fixado), com a qual foi reintroduzida a possibilidade de descasamento entre a rentabilidade dos títulos públicos e a taxa do *overnight*;

4º pela determinação de um novo limite de alavancagem para o carregamento de títulos públicos e privados. Em termos relativos, aumentaria a alavancagem em títulos privados nas carteiras das instituições financeiras, uma vez que antes das medidas adotadas, era permitida num nível mais baixo (3 vezes o patrimônio líquido);²⁹⁰

5º pela incidência do Imposto sobre Operações Financeiras com prazo inferior a 18 dias úteis, que implicou a penalização fiscal das aplicações financeiras de curto prazo;²⁹¹

²⁸⁹ Em maio, a Resolução nº 1708 (14/05/90) estabelecia o contingenciamento do crédito direto ao consumidor e pessoal. Limitava as operações aos saldos existentes em 31/3/90. Dadas as dificuldades das instituições financeiras se adaptarem ao contingenciamento, o BACEN determinou, a seguir, um ajustamento progressivo (Resolução nº 1715). Finalmente, em agosto, determinou o limite de crédito por instituição (Circular nº 1790). No final de junho, o recurso ao aumento dos recolhimentos compulsórios reforçou a intenção do controle quantitativo da expansão monetária através da contração do crédito (Circular nº 1764). No segundo semestre, cabe destacar o aumento da base de incidência do compulsório sobre os depósitos à vista dos bancos comerciais (Circular nº 1805 de 20/08/90).

²⁹⁰ Através da Circular nº 1773 (10/07/90) o BACEN alterou os limites para as operações compromissadas. Determinou novo limite do volume de títulos públicos e privados como lastro das carteiras das instituições financeiras, que seria de 10 vezes o patrimônio líquido. O resultado das medidas acarretou um aumento das captações através de CDB. Houve, também, um aumento dos repasses interbancários - via CDI - como forma de fugir à nova legislação.

²⁹¹ A Medida Provisória nº 195 (2/07/90) instituiu a cobrança do IOF sobre operações financeiras com prazos inferiores a 18 dias úteis. O Decreto nº 9374 (9/07/90) estipulou o valor das alíquotas: 0,2 % ao dia, com alíquotas decrescentes até o prazo de 18 dias úteis, quando a alíquota passa a ser zero. Permanecem isentas as aplicações em caderneta de poupança e as operações de compra e venda de ações.

6º pelas ameaças de um novo aperto de liquidez programado para o mês de setembro em função da escalada inflacionária.²⁹²

A ação do BACEN procurava, na prática, impor uma forte restrição quantitativa às reservas das instituições financeiras.²⁹³ O objetivo era modificar o quadro institucional, no qual os títulos públicos eram substitutos quase perfeitos para as reservas bancárias. Ao longo da década de 80, os bancos comerciais mantiveram praticamente nulas as reservas voluntárias, mantendo na composição das reservas bancárias uma posição predominante de LFT em carteira, títulos que eram convertidos em reservas no ato da venda, para atender aos recolhimentos ou cobrir perdas na conta de reservas.

O BACEN zerava os saldos da conta reservas bancárias não utilizados até o final do expediente diário, para remunerá-las com a venda de títulos federais no *over*.²⁹⁴ A Autoridade Monetária também financiava as posições de carteiras de títulos públicos federais das instituições financeiras que não conseguissem zerar suas posições captando junto a sua clientela.

Com a extinção da zeragem automática, em maio de 1990, o BACEN anunciou que não atuaria mais através da taxa de juros, mas, sim, sobre as reservas, fixando uma taxa de juros punitiva nas operações de redesconto e voltando a operar na compra e

292 Dentre as novas medidas anunciadas, cabe destacar: (a) o resgate das LBCs (Letras do BACEN) especiais trocadas por títulos privados, no mês de março, para facilitar a captação por parte das instituições financeiras, dando-lhes folga na liquidez corrente; (b) acerto definitivo das instituições financeiras com o BACEN, que envolvia a liquidação em cruzeiros das linhas de crédito que refinanciavam a conta Reservas Bancárias; (c) subscrição de nova parcela dos Certificados de Privatização; (d) recolhimento da diferença entre o volume de crédito ao consumidor apurado em 31/08 e 60% do registrado no dia 15/05.

293 As reservas bancárias incluem as reservas legais e as reservas de livre movimentação. Variações no saldo da conta de reservas bancárias junto ao BACEN podem ocorrer em função: (a) de saques ou depósitos em papel-moeda, ou moeda metálica, no BACEN, ou no Banco do Brasil, que, neste caso, atua como agente do BACEN; (b) dos resultados de operações com o BACEN, tais como recolhimento ou liberação do compulsório, redesconto de liquidez, compra e venda de títulos federais, operações de mercado aberto, compra e venda de moedas estrangeiras e liberação ou recolhimento de tributos federais; (c) do resultado líquido da compensação de cheques e outros documentos; (d) da compra e venda de reservas bancárias entre bancos. Consultar BRANDÃO (1991), op. cit.

294 Para Brandão (1991, op. cit.), a volatilidade das reservas bancárias, consequência das modificações institucionais ocorridas em 1979, impedia um efetivo controle sobre a liquidez da economia. Para o ex-presidente do BACEN o nível das taxas de juros no mercado monetário deve ser resultado do maior ou menor saldo total das reservas de livre movimentação dos bancos comerciais e não da decisão do BACEN. As taxas de juros praticadas no mercado monetário servem como sinalizadores para os demais mercados (financeiro e de capitais). Na mesma linha, BARBOSA (1991), op. cit., defende que o controle da taxa de juros praticado no Brasil ao longo da década de 80 deve-se a problemas operacionais, que deviam ser superados em favor de um efetivo controle monetário.

venda definitiva de títulos públicos. No sentido de implementar uma política monetária restritiva, utilizou-se a taxa de recolhimento compulsório.²⁹⁵

Com a nova direção da política monetária, a taxa de juros do mercado monetário (mercado aberto) seria consequência do maior ou menor saldo total das reservas de livre movimentação dos bancos comerciais ou dos bancos múltiplos com carteira comercial. Dada a inelasticidade das reservas compulsórias, e com a fixação de uma taxa de juros punitiva no redesconto, procurava-se fazer com que a demanda por reservas bancárias adicionais determinasse o nível das taxas de juros nas operações de mercado aberto. Portanto, o controle quantitativo das reservas teria como contrapartida a variabilidade das taxas de juros no mercado monetário. Todavia, a volatilidade das taxas de juros do mercado monetário levou ao abandono dessa prática operacional em favor da administração dos juros através das operações de mercado aberto (Tabela 4.1). Na prática, a política monetária não se sustentou como uma política de controle quantitativo dos agregados monetários - do mercado monetário - diante do descontrole da taxa de juros (e, por esta via, sobre os preços) e acabou se transformando numa política de fixação de juros para controlar o elemento expectacional na formação dos preços. Assim, o BACEN passou a atuar através da compra e venda de títulos públicos para que a taxa de juros se mantivesse estável. Retomava-se, assim, a prática operacional característica dos anos 80.

Na abordagem pós-keynesiana, a defesa da estabilidade da taxa de juros torna endógeno o movimento da base monetária, na medida em que o BACEN atende às necessidades de liquidez (reservas) das instituições financeiras. O resultado é análogo à prática da política monetária com acordos de recompra implementada no contexto da zeragem automática.

Na visão pós-keynesiana, a expansão da base monetária depende, em parte, do impacto das contas externas e da relação do Tesouro com o BACEN. Até a extinção da zeragem automática, em junho de 1990, o BACEN nivelava as reservas das instituições bancárias, ratificando, passivamente, as variações na base monetária, de forma a evitar a instabilidade dos juros no mercado monetário. Tal comportamento da base, associado na

²⁹⁵ O recolhimento das reservas compulsórias no Brasil obedece ao sistema de reservas defasadas, isto é, o período de cálculo antecede o período de movimentação. Considera-se que, nesse sistema de recolhimento, o volume de reservas compulsórias, no período de movimentação, é inelástico à taxa de juros. O BACEN somente pode afetar o nível de reservas no período de movimentação de maneira indireta, influenciando, através da taxa de juros, a trajetória dos depósitos à vista e, por esta via, o volume de reservas a ser recolhido. Para uma recuperação das modificações na sistemática de recolhimento (períodos de cálculo e movimentação), assim como nas alíquotas depois do Plano Collor I, ver BARBOSA (1991), op. cit., p. 45-48.

argumentação ortodoxa a um mecanismo de financiamento inflacionário do Tesouro na ausência de um orçamento equilibrado, era determinado, na realidade, pela necessidade de rolagem do estoque da dívida pública.

Em suma, a análise dos procedimentos operacionais da política monetária, no período maio/setembro de 1990, reforça a tese da impossibilidade de um controle quantitativo sobre os agregados monetários (reservas bancárias). Tal tentativa de controle instabiliza as taxas de juros no mercado monetário, referência básica para a tomada de decisão dos agentes econômicos.

Tais resultados forçaram a revisão da política monetária, a partir de outubro de 1990, tornando a política monetária acomodadora da demanda de moeda, de sorte que:

1. o BACEN comprou dólares para evitar a valorização do cruzeiro, mantendo sob controle o comportamento dos ativos de risco.²⁹⁶ As intervenções da Autoridade Monetária no mercado de câmbio atenderam, também, aos movimentos indesejados da base monetária em função do resultado das operações cambiais;
2. o BACEN renegociou e reformulou o recolhimento dos cruzeiros por parte das instituições financeiras para evitar constrangimentos de liquidez;
3. o BACEN injetou recursos no mercado através da recompra de LTN, que não estavam sendo aceitos pelas instituições financeiras;²⁹⁷
4. O BACEN realizou operações de assistência financeira de liquidez, envolvendo bancos públicos e privados.²⁹⁸

²⁹⁶ Até 1990, a instabilidade das expectativas provocava fortes oscilações no mercado paralelo de dólar. Após março de 1990, o BACEN atuou no sentido de reduzir o ágio do paralelo sobre o oficial. A instituição do câmbio livre em março de 1990 reforçou a atuação do BACEN nos mercados de ouro e dólar, tornando a flutuação do dólar resultado de ação concreta de política monetária.

²⁹⁷ A Circular nº 1841 altera o demonstrativo do limite de deficiências em cruzados novos. O BACEN determina, também, a alteração dos custos da linha especial de liquidez para bancos comerciais, caixas econômicas e instituições detentoras de carteira comercial (Circular nº 1873, de 27/12/90).

²⁹⁸ As notícias quanto à solvência dos bancos estaduais, a partir de setembro de 1990, provocaram a rejeição dos títulos estaduais. O BACEN passou a garantir recursos à distribuidoras de valores dos estados afetados através da Gerência de Operações Financeiras (GEROF) do Banco do Brasil. A suspensão do financiamento via GEROF - em função do descontrole das finanças estaduais no período eleitoral - levou os bancos estaduais ao redesconto junto ao BACEN. Os empréstimos de liquidez do BACEN expandiram-se significativamente ao longo do mês de dezembro.

Desde o último trimestre de 1990, a Autoridade Monetária estava encontrando dificuldades para a colocação de títulos prefixados (LTN e BBC), em função da aceleração da inflação.²⁹⁹ Por outro lado, os Estados viam diminuir o espaço para colocação de seus títulos, apesar das altas taxas de juros nominais oferecidas, haja vista o ceticismo do mercado em face das finanças estaduais. No bojo da criação do FAF, o BACEN fez um acerto com os principais bancos estaduais que envolveu o bloqueio temporário das LFTE (Letras Financeiras do Tesouro Estadual) no SELIC e a venda de LBC a prazo. A intenção era reduzir o custo de financiamento dos títulos estaduais negociados pelos bancos estaduais e evitar o acesso recorrente desses bancos ao redesconto junto ao BACEN, que havia se intensificado em fevereiro de 1991.

Quanto à gestão monetária, o fracasso da experiência ortodoxa explicita os limites da condução da política monetária através do controle quantitativo de agregados e das hipóteses que a sustentam: exogeneidade da oferta monetária e estabilidade da relação renda/moeda.

Diante da instabilidade da demanda por moeda, uma política de controle dos agregados monetários resulta em juros muito voláteis. Tal política tem efeitos contrários aos pretendidos e agrava a instabilidade, levando-se em conta que a taxa de juros é uma referência básica para as decisões dos agentes econômicos. A inflação - ou, ainda, a taxa nominal de juros enquanto custo de oportunidade de reter moeda manual - é o determinante da variação da demanda de moeda.

A endogeneidade dos agregados monetários não é somente uma característica de economias de alta inflação ou ganha sentido unicamente diante das inovações financeiras recentes. Ela tem raízes nos fundamentos teóricos da abordagem pós-keynesiana. O BACEN não tem autonomia para conduzir a política monetária, em termos de fluxos monetários. Entretanto, o BACEN tem poder de mercado para determinar a taxa de juros.³⁰⁰ Esta voltou a ser a prática do BACEN desde o fracasso da experiência ortodoxa de controle quantitativo de agregados monetários, em 1990.

²⁹⁹ O Bônus do Banco Central foi criado em 21/12/90 (Resolução nº 1780) com o objetivo de desvincular as operações de mercado aberto da dívida pública. O BBC substituiria a LTN de 28 dias.

³⁰⁰ Tal poder aumenta quando o mercado é demandante líquido de recursos (ou, ainda, a Autoridade Monetária está sobrevenida, dado que o volume de títulos supera o montante de liquidez existente).

4.3.2 Política de juros reais elevados e endogeneidade dos agregados monetários (novembro de 1991 a abril de 1992)

Meu interesse recai, do ponto de vista das evidências à tese da endogeneidade, na avaliação dos impactos da política de juros reais promovida nos últimos meses de 1991. Após o fracasso do Plano Collor II na estabilização dos preços, o novo presidente do BACEN, Francisco Gros, definiu, a partir do mês de junho, uma estratégia para a condução da política monetária, caracterizada pelo estabelecimento de metas quantitativas de longo prazo para a expansão dos agregados monetários (6 meses, no mínimo) e para a estabilização da taxa de juros no curto prazo em um dado patamar real, na linha de uma política monetária restritiva.³⁰¹ O objetivo era reduzir o nível interno da demanda agregada. A manutenção de juros reais permitiria atrair os cruzados liberados ao sistema financeiro, evitando transferências para bens reais - consumo e estoques - e para ativos de risco.³⁰²

Entre junho e outubro de 1991, as taxas de juros nominais não acompanharam a forte aceleração da inflação, resultando em rendimentos reais baixos ou mesmo negativos para as aplicações financeiras. O controle sobre os mercados de risco era mantido através de intervenções sistemáticas por parte do BACEN.³⁰³

³⁰¹ Dentre os principais pontos da gestão do Ministro Marcílio Marques Moreira destacam-se: prosseguimento do processo de abertura comercial e financeira da economia; negociação com os credores externos dentro do Plano Brady; continuidade do ajuste fiscal envolvendo as privatizações; liberação de preços e manutenção da indexação diária da taxa de câmbio para manter o nível das exportações. Dentre as dificuldades de curto prazo da gestão Marcílio, cabe lembrar a explosão dos preços após o descongelamento, agravada pelo comportamento dos preços agrícolas e pela redução das reservas internacionais em função da queda do saldo comercial (queda das exportações e aumento das importações) e dos pagamentos parciais dos juros da dívida externa.

³⁰² A antecipação da devolução dos cruzados foi estabelecida pela Portaria nº 729 do BACEN. O esquema de devolução dar-se-ia através do DER (Depósito Especial Remunerado), conta com rendimento diário, corrigida pela variação da TR mais juros de 8% ao ano. Essa conta especial não poderia receber novos depósitos e, após fevereiro de 1993, a taxa de 8% ao ano sofreria uma redução de 0,5% a cada semestre, até chegar aos juros de 6% ao ano, que remuneram as cadernetas de poupança. A criação do DER, conta através da qual os cruzados seriam liberados, permitia assegurar rentabilidade e liquidez diárias aos aplicadores. De maneira a diminuir a pressão potencial exercida pelas instituições financeiras sobre as taxas de juros no processo de liberação dos cruzados bloqueados, sinalizando uma forte concorrência no processo de captação desses recursos, o BACEN determinou o recolhimento compulsório de 100% sobre os acréscimos dos depósitos a prazo e aceites cambiais em relação aos saldos verificados em 31 julho de 1991 (corrigidos monetariamente). Tal compulsório, regulamentado pela Circular nº 21025 (15/08/91) poderia ser recolhido em títulos federais ou moeda, caso em que receberiam remuneração pela TRD mais 8,5% a. a. O compulsório foi revogado no início de 1992.

³⁰³ ZINI JR., A. (1993). Taxa de câmbio e política cambial no Brasil. São Paulo, EDUSP, p. 40.

A mididesvalorização do câmbio promovida ao final de setembro de 1991 contribuiu para a aceleração da inflação, principalmente no último trimestre, atingindo o patamar de 25% ao mês.³⁰⁴ As expectativas quanto a novas desvalorizações - que se traduziam na retração dos exportadores ante o fechamento dos contratos de câmbio - forçaram o BACEN a vender ao mercado um volume significativo de reservas para conter aumentos da cotação do dólar comercial. Na última semana de outubro de 1991, o BACEN decidiu afastar-se, por tempo indeterminado, do mercado de ouro, através do qual vinha vendendo reservas para conter a elevação das cotações do ouro e do dólar paralelo. A medida resultou na diminuição das reservas internacionais, que tinham atingido o limite mínimo legal.³⁰⁵

O BACEN promoveu, simultaneamente, uma elevação expressiva da taxa de juros no *overnight* (Tabela 4.1). A racionalidade do "choque" das taxas nominais de juros era segurar as expectativas quanto à retomada de um quadro hiperinflacionário. A política de juros reais altos evitou o descontrole do processo inflacionário. Ademais, estimulou o fechamento de contratos de câmbio, uma vez que a alternativa de aplicação no mercado financeiro doméstico mostrava-se atrativa.

A operação de arbitragem realizada pelo BACEN, envolvendo a elevação da taxa nominal de juros e o anúncio da sua retirada do mercado de ouro, teve como resultado a queda do ágio do dólar paralelo e do preço do ouro. A partir do mês de novembro de 1991 até abril de 1992, a conjuntura caracterizou-se por taxas de juros extremamente elevadas (Tabela 4.2) e pelo intenso influxo de recursos externos. Apesar da crise política desencadeada pelo processo de *impeachment* do Presidente da República, as taxas reais reduziram-se, embora ainda continuassem altas.

No período em análise, a prática de juros elevados não só não atuou como elemento de combate à inflação, como também não conseguiu contrair a liquidez da economia. O valor total de ativos líquidos, o M4 - que compreende o M1, os títulos públicos, os depósitos de poupança e os títulos privados, na sua maior parte indexados - ficou atrelado ao movimento dos juros e da inflação (Tabelas 4.3 e 4.4). A política de juros reais extremamente elevados estimulou a antecipação de fechamento de contratos de câmbio e um forte influxo de capitais de curto prazo, estimulando o processo de ingresso de moeda estrangeira no Brasil. A arbitragem entre o diferencial da taxa de juros interna e da taxa de juros externa possibilitou o aumento das reservas

304 Segundo o Relatório Anual do BACEN (1990) a desvalorização foi em torno de 14%.

305 O limite permitido por determinação do Senado Federal estipula que as reservas não podem ser inferiores a quatro vezes o valor médio mensal das importações dos doze meses anteriores.

internacionais, ampliando o endividamento com base em recursos externos e a entrada de capitais especulativos de curto prazo atraídos pela rentabilidade dos ativos financeiros e das aplicações na Bolsa de Valores (Tabelas 4.5 e 4.6).

Para tentar controlar o crescimento da oferta de moeda, em que a entrada de recursos externos pressionava a base monetária e o M1, o BACEN aumentou a colocação de títulos públicos junto ao mercado.³⁰⁶ Neste quadro, a prática de juros reais criou as condições para uma retomada do crescimento da dívida interna (Tabelas 4.7 e 4.8). A política de juros elevados pressionava as taxas de juros e as expectativas inflacionárias, desencadeando novas emissões de títulos, tanto para fazer frente à rolagem da dívida já emitida, quanto para compensar desequilíbrios financeiros eventuais do Tesouro.³⁰⁷

A acumulação de reservas e a expansão da dívida interna ampliaram a especulação com as quase-moedas. A política adotada induziu o crescimento da dívida mobiliária interna federal fora do BACEN, agravando o desequilíbrio financeiro do setor público (Tabela 4.9).³⁰⁸

Cabe um contraponto com a política de juros reais extremamente elevados no segundo semestre de 1989. O crescimento da dívida pública interna (estoque de títulos e encargos financeiros), particularmente após a volta da indexação no segundo semestre de 1989, mostra a incoerência da própria política econômica adotada, apoiada numa política monetária restritiva, elevando as despesas financeiras em proporções incompatíveis com os fluxos líquidos do orçamento fiscal. No final de 1989, a austeridade monetária, que envolveu a adoção de uma política ativa de juros reais elevados no curto prazo, mostrava-se incompatível com o ajuste fiscal e com a redução da inflação. Nesse período, a política de juros reais e a evolução real dos agregados monetários - ou, mais especificamente, o comportamento "passivo" do BACEN - devem ser analisadas em conjunto com as necessidades de financiamento do Tesouro.

A prática de juros reais em 1989 e 1991/92 confirma a opção por uma política recessiva, que acentua a preferência pela liquidez e reforça o circuito especulativo, mostrando-se ineficaz no combate à inflação e no controle quantitativo dos agregados. No entanto, há diferenças quanto às fontes primárias de expansão monetária. No final da

306 Outra fonte primária de expansão da liquidez era a conversão dos cruzados bloqueados; entretanto, o impulso mais importante coube à entrada de recursos externos.

307 Nessa conjuntura, cabe lembrar que a Autoridade Monetária obteve um *spread* negativo na sua arbitragem com a aplicação das reservas no mercado internacional e a remuneração dos títulos no mercado doméstico.

308 Cabe lembrar que este processo se deu no contexto da liberação dos cruzados bloqueados no Plano Collor I.

década de 80, o Tesouro era o principal responsável pela emissão primária para cobrir déficits ou gastos adicionais do Governo. Em 1992, a principal fonte de expansão era o aumento de reservas internacionais (Tabela 4.10).

É necessário retomar a análise dos determinantes da expansão da liquidez em economias abertas, afirmando o caráter endógeno do comportamento dos agregados monetários. A expansão real da liquidez, no período em análise, e o caráter acomodatório da gestão monetária no Brasil expressam a interdependência das políticas macroeconômicas. A concentração dos títulos públicos, no curtíssimo prazo, impede a execução de uma gestão monetária independente da administração da política de dívida pública.³⁰⁹

4.4 A INTERDEPENDÊNCIA DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS

A política monetária, no período 88/92, falhou no seu objetivo de combate à inflação. Contudo, afastou a hiperinflação, em que pese ter-se mantido um patamar inflacionário elevado. Através da gestão via juros, também foi impotente para influenciar a demanda agregada, dada a incerteza radical que dominava as expectativas dos agentes e que se traduzia na preferência pela liquidez na forma de quase-moedas, com alongamento marginal dos prazos em relação ao período pré-Collor.

O debate sobre a gestão monetária no Brasil gira em torno das relações entre crise fiscal e financeira do setor público (política fiscal e de dívida pública), entre política monetária e cambial e seus impactos na evolução do nível dos preços.

Segundo o argumento ortodoxo, a estabilização de preços exige a adoção de uma âncora monetária e a atuação independente do BACEN, evitando o financiamento inflacionário do setor público. Por outro lado, propõe a resolução da crise fiscal através da reforma tributária, da aceleração do processo de privatizações e da queda dos gastos do Governo, levando em conta que a redução efetiva da taxa de juros somente será atingida com a redução do déficit público. Em última instância, a argumentação dessa proposta respalda-se em critérios quantitativos de controle de fluxos, deixando escapar, assim, a real natureza da crise do Estado no Brasil, da qual o seu desequilíbrio

³⁰⁹ A esse respeito Ferreira (1990) levanta a hipótese de inconsistência fiscal da política monetária. As referências ao tamanho do déficit público e/ou às relações despesas financeiras e a receita fiscal/PIB não explicitam a problemática estrutural quanto à ineficácia da política monetária.

financeiro, de natureza patrimonial, e a crise monetária inflacionária são algumas de suas manifestações.

A lógica da proposta da âncora monetária como política de estabilização defende a relação de causalidade entre quantidade de moeda e nível geral de preços. Acredita que a política monetária ativa de controle quantitativo de agregados monetários é instrumento eficaz no combate à inflação. A independência do BACEN aparece como corolário, ao assumir que o regime de política monetária - isto é, a relação entre as políticas fiscal e monetária - afeta a dinâmica dos preços. Sustenta que o BACEN independente reforça a disciplina fiscal, evitando a monetização futura de déficits ou a rolagem de dívida impagável. Como consequência, tornam-se favoráveis as expectativas dos agentes econômicos quanto ao combate à inflação.

A partir desse arcabouço teórico, Holanda Barbosa (1992) propõe o combate ao processo inflacionário através da mudança do regime de política monetária no Brasil, mediante reformas que permitam ao BACEN controlar, efetivamente, o estoque nominal de moeda, evitando o financiamento dos déficits do Governo.³¹⁰ Trata-se de praticar uma política monetária estável, no sentido de o BACEN manter a taxa de expansão monetária de acordo com o crescimento do produto.

A tese da âncora monetária negligencia a dimensão estrutural do problema monetário no Brasil e, ainda, os contextos institucional e histórico nos quais a gestão monetária se subordina ao desequilíbrio financeiro do setor público.³¹¹ As evidências empíricas quanto à prática da política de juros, ao longo da década de 80, contrapõem-se aos fundamentos e propostas do monetarismo: a realidade não adere à teoria nem às recomendações de política econômica dela derivadas.

Na visão pós-keynesiana, a relação entre as políticas macroeconômicas induz a rejeitar a idéia de que a efetividade da política monetária dependa da independência do BACEN. Defende que a evolução dos agregados monetários é endogenamente determinada.

310 A esse respeito consultar BARBOSA, F. H.; SALLUM, E. M. (1992). Hiperinflação e o regime das políticas monetária-fiscal. EPGE, *Ensaio Econômico*, Rio de Janeiro, n. 190, p. 1-27, março. Nas hiperinflações, além do aumento da taxa de expansão monetária, a elevação da velocidade-renda da moeda contribui para a aceleração da inflação, caracterizando um regime passivo.

311 RÉGO, E. C. (1992). *A operacionalidade da política monetária no Brasil no contexto da moeda indexada- 1985/1990*, Campinas, UNICAMP/IE, Dissertação de Mestrado, recupera os contextos institucional e histórico no qual as operações no mercado aberto se subordinaram ao desequilíbrio financeiro do setor público.

Interessa-nos discutir os condicionantes da política monetária e da gestão do BACEN, em função da interação das políticas monetária, fiscal, da dívida pública e cambial.³¹² A falta de entendimento do significado dessas relações torna as propostas de política econômica muito vulneráveis.

Enquanto os monetaristas atribuem poder decisivo ao comportamento da Autoridade Monetária na economia, no sentido de evitar desequilíbrios, a abordagem pós-keynesiana coloca limites a esse poder, criticando os fundamentos da teoria monetarista. A análise dos limites à administração da taxa de juros no Brasil permite reforçar a crítica ao modelo ortodoxo de ajuste, questionando a possibilidade do controle quantitativo dos agregados e do ajuste fiscal de maneira simultânea, subordinando a regra fiscal à política monetária austera.

As relações existentes entre política monetária e fragilidade financeira do setor público, que se expressam na condução da política monetária no Brasil, nos anos 80, devem ser relacionadas à crise estrutural decorrente do processo de endividamento externo.³¹³ Nesse sentido, a expansão da base monetária está atrelada à relação Tesouro/Banco Central/estoque de dívidas interna e externa.³¹⁴ O afastamento dos empréstimos voluntários do mercado financeiro internacional e a transferência de

312 A ênfase na interdependência das políticas macroeconômicas na análise da determinação da taxa de juros não negligencia a importância de fatores tais como as expectativas inflacionárias, a indexação e a cunha fiscal.

313 Cabe lembrar que o processo de estatização da dívida externa mina a base patrimonial do BACEN. A partir dos anos 70, deu-se um processo de acúmulo de depósitos em moeda estrangeira junto ao BACEN (DRME). Os encargos do passivo cambial geraram um passivo a descoberto, dado que a carteira de títulos do Tesouro no BACEN não recebia remuneração. Com o DL nº 2376/87 houve mudanças no regime de apropriação contábil nas contas do BACEN, tais como a incorporação ao patrimônio líquido da correção monetária e o recebimento de encargos da carteira de títulos públicos, que melhoraram as suas condições de rentabilidade. O BACEN consegue fazer um *hedge* do seu passivo dolarizado, porque o ativo (carteira de títulos públicos) que o sustenta recebe remuneração. Ver a esse respeito IESP/FUNDAP (1990). Reforma do sistema financeiro brasileiro - anteprojetos da Lei Complementar do sistema financeiro, São Paulo: IESP/FUNDAP, Relatório Parcial n. 1.

314 Quanto ao setor externo, há que considerar, fundamentalmente, o movimento das reservas internacionais (associado às transações correntes e aos fluxos financeiros) como determinados por variáveis reais, pelas estratégias de renegociação da dívida externa e pelo diferencial taxas de juros interna e externa. A política de taxa de juros pode alterar o cronograma de fechamento das operações de câmbio. Por outro lado, devem ser destacadas as operações de compra e venda de ouro e de dólar. Quanto à execução financeira do Tesouro Nacional, o resultado de caixa e o *mix* de financiamento em moeda ou títulos afetam de forma diferenciada a base monetária. No entanto, a recompra de títulos públicos das carteiras das instituições financeiras pelo BACEN impede que um forte potencial de expansão da BM se concretize, ao evitar a monetização da dívida pública que poderia ocorrer caso as instituições financeiras não participassem de novos leilões. Quanto ao público, a demanda de moeda corrente depende do nível de atividade, do índice de inflação observado e esperado, incorporado nas expectativas da taxa real de juros *ex ante*.

recursos ao exterior, em função dos compromissos da dívida externa e da saída de capitais, condicionavam, ao final da década de oitenta, o manejo da taxa de câmbio. Num contexto de alijamento dos fluxos internacionais de capitais - e sendo o Estado o principal devedor em moeda estrangeira, devendo comprar divisas dos exportadores -, a fixação da taxa de câmbio procurava induzir, fundamentalmente, a geração de divisas, passando o superávit comercial a ser a principal fonte de recursos. Nesse quadro, a política de juros reais não induzia a entrada de recursos externos.

O endividamento público interno crescente e de curtíssimo prazo acentuava a importância da política de juros, como meio de impedir a especulação com a moeda estrangeira e a deflagração da hiperinflação. A política de juros subordinava-se, portanto, à política cambial e seus impactos na geração e internalização de divisas, de forma a evitar intensos movimentos especulativos contra a moeda nacional. Para evitar uma especulação com o câmbio, acentuava-se o caráter ativo da política de juros nas operações de mercado aberto. Como resultado, ganhava crescente importância a dimensão financeira do déficit público.

Naquela conjuntura, a relação câmbio/juros devia ser apreendida no contexto da crise externa caracterizada pela ruptura dos fluxos de financiamento externo e pelo comprometimento das reservas com pagamentos ao exterior, determinando a inelasticidade das reservas internacionais ao manejo da taxa de juros.³¹⁵ Os movimentos especulativos dos exportadores somente poderiam ser bloqueados desvalorizando-se o câmbio ou elevando-se a taxa de juros. No entanto, a elevação das taxas de juros não visava estimular a entrada de capitais, mas evitar um movimento de dolarização.

Do ponto de vista do setor exportador, há uma complementariedade na relação câmbio/juros, no curto prazo, na medida em que eventuais defasagens no câmbio são compensadas por uma política de juros mais ativa, induzindo a internalização de recursos e o fechamento de contratos de câmbio. Entretanto, a longo prazo, o movimento da taxa de juros é subordinado ao movimento de especulação com o câmbio, na ausência de volume expressivo de reservas internacionais, que poderiam ser utilizadas pelo BACEN para contrapor tal movimento.

³¹⁵ O movimento de reservas reflete, em grande parte, a extrema sensibilidade dos atrasos percebidos no câmbio. Se for percebido um atraso no câmbio e as expectativas de desvalorização cambial se confirmam, o caráter inelástico das reservas impede que haja uma variação compensatória, de maneira a garantir a estabilidade do câmbio no futuro. Se o atraso percebido no câmbio não for sancionado por uma desvalorização cambial, há uma queda de reservas, que sinaliza a perda de confiança na moeda nacional.

A liberalização do mercado de câmbio e a liberalização financeira, aprofundada em 1991,³¹⁶ condicionaram o poder efetivo da Autoridade Monetária sobre a administração da taxa de juros e de câmbio. O Governo Collor adotou, em março de 1990, o câmbio livre em substituição à política de minidesvalorizações no mercado de taxas administradas.³¹⁷ Com tal mudança na política cambial, a defesa dos níveis desejados de reservas internacionais viria a ser o critério utilizado para direcionar as intervenções do BACEN no mercado de câmbio.³¹⁸

Apesar das modificações institucionais após o Plano Collor I, o mercado de câmbio livre operou sob o controle do BACEN. Em outras palavras, embora a formação da taxa de câmbio fosse condicionada pelas expectativas e ações dos agentes no mercado (bancos e corretoras credenciadas), o tamanho relativo do BACEN diante desses agentes o colocou como principal comprador e vendedor de divisas para saldar os compromissos da dívida externa e realizar operações de arbitragem. Assim, o mercado transformou-se em oligopsonista, no qual a Autoridade Monetária tinha poder para determinar a taxa de câmbio através de suas ações.³¹⁹

Na prática, o regime de câmbio livre assemelha-se ao regime das minidesvalorizações. A nova institucionalidade permitiu a aproximação das taxas dos mercados oficial e paralelo, através das operações de arbitragem promovidas pelo BACEN (Tabela 4.11). Tais operações com dólar flutuante e ouro deram maior liberdade

316 No conjunto das medidas cabe destacar, entre outras: 1. abertura do mercado de capitais aos investidores institucionais estrangeiros (Resolução nº 1832, de 31/05/91); 2. favorecimento fiscal nos investimentos em ações para não-residentes (Resolução nº 1847, de 31/07/91); 3. permissão para emissão de certos tipos de títulos no mercado internacional (Resolução nº 1809, de 27/03/91, Resolução nº 1834, de 26/06/91 e Resolução nº 1848, de 31/07/91); 4. isenção de IR sobre juros, comissões e despesas com colocação de títulos no exterior com prazo superior a 2 anos (Resolução nº 1853, de 31/07/91), sendo ampliado no ano seguinte para 5 anos (Circular nº 2269, de 24/04/92); 5. autorização para realização de operação de *hedge* contra risco de variação de taxas de juros no mercado internacional (Resolução nº 1921, de 30/04/92).

317 A alteração foi promovida através da Resolução nº 1690 (18/03/90). Ao lado do mercado de taxas livres, permaneceu o mercado flutuante, criado pela Resolução nº 1552, de 22/11/88. A Resolução nº 1564 previa a centralização do câmbio no BACEN das transferências ao exterior dos valores em moeda estrangeira correspondentes à liquidação das operações de câmbio, cursadas no mercado de taxas administradas (Relatório do BACEN, 1989, p. 91), determinando que os pagamentos de juros, lucros e dividendos e do principal da dívida externa seriam realizados a critério do BACEN. Em 1990, através da Resolução nº 1782 (27/12/90), o BACEN determinou que o setor privado poderia pagar livremente os encargos da dívida externa para os credores privados, desde que não tivessem garantias governamentais. Liberou, ainda, o setor público para pagar 30% dos juros da dívida externa com as condições estabelecidas para o setor privado. A Circular nº 1785 (27/07/90) já havia liberado o pagamento de lucros, dividendos, bonificações e retorno de capital.

318 Para uma recuperação das modificações no mercado de câmbio no período pós-Collor, ver ZINI JR. (1993), op. cit., cap. I.

319 Ibidem.

ao BACEN na determinação da taxa de juros diante dos movimentos especulativos com o câmbio, particularmente com patamar elevado de reservas. O mercado paralelo transformou-se, nessas condições, num mercado pouco representativo das tendências especulativas. O ágio do dólar-paralelo que, no final da década de oitenta, revelava a fuga da moeda nacional, caiu abruptamente no período recente, sugerindo que outros mecanismos de *hedge* foram desenvolvidos na economia brasileira, tal como vimos no terceiro capítulo.

Desde outubro de 1991, o BACEN procura manter um diferencial juros-câmbio a favor dos juros internos, incentivando o aumento das reservas internacionais sem provocar atraso cambial. Esse aumento, após o *overshooting* da taxa de juros, reduziu o impacto da especulação nos mercados de ativos reais e de risco sobre a taxa de juros. O BACEN mantém estável a relação entre essas duas variáveis básicas na economia.

Em suma, é possível constatar diferenças importantes na relação câmbio/juros entre os períodos anterior e posterior à crise financeira de outubro de 1991. No período anterior, qualquer ameaça à performance exportadora podia desencadear uma especulação com a taxa de câmbio, fazendo com que a perda de reservas pudesse ser um processo extremamente rápido, apesar do controle cambial exercido pelo BACEN. Após o **choque dos juros**, e por causa do aumento do patamar das reservas internacionais, foi afastada, temporariamente, a ameaça de uma especulação com o câmbio que - através do impacto inicial na taxa de câmbio e, depois, nos preços domésticos - pudesse deflagrar a hiperinflação. Tal ameaça foi crucial na conjuntura do final dos anos 80, condicionando a relação juros/câmbio.

Não se descarta que pode ter havido desequilíbrios mais intensos no curto prazo, em função da alta instabilidade dos fluxos de capitais no mercado financeiro internacional.³²⁰

Na prática, o crescimento das reservas cambiais permite ao BACEN o combate à especulação com divisas pelas intervenções no mercado de câmbio, mais do que pela adoção de uma política de taxas de juros reais muito elevadas, minimizando o impacto sobre o crescimento da dívida pública. Reforça-se, desta forma, a interdependência entre as políticas macroeconômicas.

320 Akyuz analisa as implicações dos processos de liberalização financeira nos países em desenvolvimento, em particular o impacto sobre a taxa de câmbio do movimento dos capitais especulativos de curto prazo. Consultar AKYUZ, Y. (1992). Financial Liberalization: the key issues. UNCTAD, Genebra, março.

Quanto à relação entre a política monetária e a dívida pública interna, no período pós-Collor, destacam-se dois momentos: primeiro, o bloqueio e o deságio imposto pelo Plano Collor I; e, segundo, o resultado da política monetária, particularmente da fase de juros reais muito altos no final de 1991 e início de 1992, que correspondeu ao acentuado aumento das reservas internacionais. A política monetária adotada anulou parcialmente o deságio imposto sobre o estoque de dívida pública após o Plano Collor I, voltando a crescer a importância dos títulos públicos no total dos agregados monetários (Tabela 4.3).

O resultado do período 90/92 é que se observa a desvalorização em termos reais do estoque de títulos públicos e a perda de sua participação no conjunto dos haveres financeiros. Entretanto, a austeridade da política fiscal sobre os gastos reais teve seus efeitos anulados pelo crescimento dos encargos financeiros.³²¹ A questão a destacar é que a dimensão financeira do déficit público é incompatível com as propostas que privilegiam a reforma fiscal para esterilizar a conta financeira.

Apesar de haver diminuído a dependência do sistema financeiro em relação aos títulos públicos, o estoque existente continua condicionando a administração da taxa de juros e a evolução dos agregados monetários. Embora as operações com títulos públicos tenham apresentado maior participação relativa na análise dos fatores expansionistas da base monetária anteriormente, no biênio 88/89, continuam tendo importância no período recente. A queda da participação dos títulos públicos no PIB e o aumento do lastro em reservas internacionais reduziram sensivelmente a importância do risco de crédito dos títulos públicos enquanto limite para a administração da taxa de juros, se comparada com a do período pré-Collor I, possibilitando a prática de juros reais baixos. No entanto, o perfil da dívida pública continua condicionando a administração da taxa de juros e as relações entre o BACEN e os bancos.³²²

A posição *oversold* do BACEN é a situação na qual os bancos têm mais títulos públicos do que reservas bancárias, para fazer face a uma demanda de moeda instável, em contexto de inflação alta e de liquidez diária de grande parte dos ativos financeiros. Neste caso, a operação da política monetária subordina-se às necessidade de liquidez do

321 Ver a esse respeito COSTA, F. et al. (1993), Relatório Final de Pesquisa sobre Política Monetária, Campinas, convênio IPEA/PNUD, cap. 3, no qual são apresentados indicadores dos encargos financeiros da dívida pública mobiliária após uma discussão dos critérios mais adequados para o cálculo. Conclui-se que houve melhora nas condições de solvência da dívida pública.

322 Sobre a operacionalidade da política monetária no período recente, consultar artigos de GARCIA, M. G. P. (1993a): Moeda indexada, acordo de recompra e combate à inflação, Folha de São Paulo, 17/03; (1993b). Os perigos da política monetária, Folha de São Paulo, 02/04; e (1993c). O controle monetário sob inflação alta, Folha de São Paulo, 30/05.

conjunto do sistema bancário, sob pena de forçar a elevação das taxas de juros no mercado aberto - taxa básica do sistema -, podendo atingir, no limite, a taxa de redesconto. A taxa de juros do mercado aberto (SELIC) é administrada pelo BACEN, impedindo que oscilações nas condições de oferta e demanda das reservas bancárias determinem a sua evolução.³²³ A ação do BACEN, ao defender a estabilidade da taxa de juros básica da economia, acomoda, plenamente, a demanda por recursos líquidos dos bancos, limitando, também, os prejuízos das instituições financeiras.

A política ativa de juros demonstra que o BACEN é "prisioneiro" do Tesouro, ao contrário do que supõe a proposta ortodoxa que atribui ao BACEN poder sobre os movimentos da base monetária e, assim, sobre os agregados monetários. No Brasil, a inflação alta e crônica reduziu o estoque da base monetária (papel-moeda em circulação mais reservas bancárias) e tornou seu comportamento, em termos de fluxos diários, mais instável em função da política acomodatória de reservas bancárias por parte do BACEN. Tal instabilidade reflete-se nos fluxos de reservas bancárias entre a abertura e o fechamento das operações diárias no mercado aberto, que superam o estoque da base monetária.³²⁴

O caráter líquido da riqueza financeira condiciona a ação do BACEN no mercado aberto, sancionando a demanda pela quase-moeda. No arcabouço institucional financeiro brasileiro, caracterizado pelo intenso processo de inovações financeiras e pela expansão das quase-moedas, evitou-se a hiperinflação. Em contrapartida, a ação do BACEN ficou atrelada às operações de mercado aberto.

Tem-se convencionado denominar de *perda da senhoriagem* ao custo da manutenção desta institucionalidade por parte do Estado.³²⁵ Tavares afirma:

³²³ A acomodação por parte do BACEN pode envolver, por exemplo, a recompra de títulos e o acesso ao redesconto.

³²⁴ GARCIA (1993c), op. cit.

³²⁵ A receita de *seignorage* corresponde aos ganhos com a totalidade dos juros nominais que deveriam ser pagos pelo BACEN emissor da moeda para se financiar não monetariamente. A senhoriagem não se confunde, conceitualmente, com o imposto inflacionário, que expressa a capacidade de o Estado se apropriar de um "imposto" incidente sobre os detentores de moeda, resultante da inflação, ao emitir uma moeda para pagar seus compromissos que têm o valor corroído pelo aumento de preços. O governo aumenta a receita de senhoriagem quando a demanda real por base monetária se expande. Desta forma, o governo pode se financiar através de emissão monetária (de forma não inflacionária segundo o quantitativismo), em função da demanda por encaixes reais adicionais.

"A senhoriagem monetária que o Banco Central é capaz de cobrar ao público, ainda que com aceleração inflacionária, se torna muito inferior à carga fiscal do pagamento de juros que o Tesouro tem que pagar para que os agentes econômicos aceitem deter voluntariamente os títulos públicos".³²⁶

O aumento do financiamento oneroso e de curto prazo por parte do Tesouro expressa a realidade do desajuste das contas públicas. O BACEN, para garantir a emissão da quase-moeda, líquida e rentável, sanciona o movimento das reservas bancárias. As operações com títulos públicos limitam o prejuízo potencial das instituições financeiras através da remuneração dos títulos recomprados. Nesse processo, pode se agravar o desequilíbrio financeiro do Estado.

Ao invés do suposto pelo ajuste ortodoxo, o desajuste das contas públicas é permanente em função dos desequilíbrios entre fluxos e estoques de dívida. Do ponto de vista monetário, não se sustentam os ajustes isolados baseados em fluxos, tal como propõe a tese da âncora monetária.

A resolução da crise brasileira envolve o enfrentamento dos desequilíbrios financeiros e patrimoniais. **É necessário pensar numa solução articulada para a reestruturação do padrão de financiamento da economia brasileira e das relações entre o Estado e o setor privado.**

Deve-se destacar, a esse respeito, a precariedade da inserção do Brasil no mercado internacional de capitais, centrada em instrumentos de curto prazo e em capitais especulativos e em grande parte determinada pela conjuntura externa favorável. Assim, a continuidade do acesso aos recursos externos depende da manutenção dessa conjuntura, influenciada pela política monetária americana (Tabela 4.12). O BACEN deve manter a taxa de câmbio real de maneira a evitar uma apreciação da taxa de câmbio que iniba o desempenho exportador e gere uma crise cambial cumulativa. Por outro lado, a adoção de uma política cambial mais ativa (diminuindo a diferença câmbio-juros) pode comprometer o processo de acúmulo de reservas internacionais, diminuindo a entrada de capitais de curto prazo.

O câmbio, impõe, portanto, limites à administração da política de juros: há necessidade de manter um limite mínimo para a taxa de juros interna de forma a continuar estimulando a entrada de capitais e, ainda, evitar a saída brusca dos recursos

326 TAVARES, M. da C. (1993) Las políticas de ajuste de Brasil: los limites de la resistencia, BID, Washington, D.C., mimeo., jan.

externos aplicados no mercado financeiro. A perda de reservas fragilizaria o BACEN, o Tesouro e o próprio câmbio. A fragilização do BACEN adviria da perda de poder sobre a evolução do câmbio, em função da perda de reservas internacionais e do poder de reprimir ações especulativas com o câmbio. Neste movimento, o câmbio também se fragilizaria uma vez que poderia ocorrer uma desvalorização mais acentuada. Finalmente, o Tesouro teria agravada a sua situação patrimonial, em função da provável elevação da taxa de juros dos títulos da dívida pública para conter a especulação com o câmbio.

4.5 CONCLUSÃO - MOEDA E CONFIANÇA: OS LIMITES DA "ÂNCORA MONETÁRIA"

No Brasil, uma das interpretações quanto à crise e ao futuro da política monetária remete à proposta de estabilização centrada na âncora monetária. Defende-se um projeto de reforma financeira centrado no BACEN independente, de maneira a retomar o exercício do controle monetário. Paulo Rabello de Castro, Fernando Holanda Barbosa e Affonso C. Pastore são alguns dos economistas que apóiam essa interpretação. A proposta de independência decisória do BACEN, transforma a Autoridade Monetária em guardião da moeda nacional. Fundamenta-se na possibilidade do BACEN se livrar, particularmente, das pressões para financiar os déficits do Tesouro.

Ademais, identifica-se no debate outra posição que reforça os aspectos estruturais da crise, destacando a impotência da política monetária de regras fixas para a efetiva estabilização. A política monetária, isoladamente, não é capaz de garantir a estabilidade monetária. Segundo esta interpretação, no final da década de oitenta, as fragilidades cambial e de financiamento do setor público condicionavam a gestão monetária. No início da década de noventa, a retomada da expansão da dívida pública interna e as novas condições do mercado de câmbio demandaram um alto grau de coordenação de políticas. Tais fatores estabeleceram, simultaneamente, limites para a administração da taxa de juros e para a estabilização do valor da moeda nacional.

Considero a proposta de independência do BACEN inadequada, pois deriva da hipótese de possibilidade de retomada do controle exógeno da base monetária, atribuída à atuação do BACEN através da imposição de regras quantitativas, e do postulado de que os agentes privados não têm papel decisivo nas perturbações monetárias. Na prática, tal independência não elimina nem a determinação endógena da oferta monetária, nem a instabilidade inerente às economias monetárias.

É ilusão pensar no poder decisivo do BACEN sobre a complexidade dos mercados financeiros globais, inovadores e especulativos. As inovações financeiras e a interdependência das políticas macroeconômicas tornam tal concepção uma utopia. É impossível conceber a atuação da Autoridade Monetária de forma independente da sociedade, isenta das pressões públicas e privadas.

No Brasil, a recorrência a indexadores perdeu credibilidade no estabelecimento de contratos com prazos mais longos diante das frequentes mudanças legais e/ou expurgos. Keynes alertara, nas primeiras décadas deste século, para o fato de que a confiança na moeda nacional se traduz na celebração de contratos baseados no padrão legal de pagamentos.

No meu entender, a confiança na moeda nacional não depende da quantidade de moeda, tal como sugere a tese da âncora monetária. De acordo com a proposta de um BACEN independente, a saída do impasse da política econômica deve se dar através da mudança do regime monetário, dando credibilidade ao órgão gestor da moeda. O sucesso da independência, segundo essa proposta, associa-se à credibilidade quanto à continuidade da política monetária baseada em regras, exercendo impacto decisivo nas expectativas e no comportamento dos agentes econômicos.

A perda de confiança na moeda nacional não pode ser resolvida no âmbito de uma equação quantitativa. Penso que o reestabelecimento dessa confiança exige a recomposição das relações entre as órbitas financeira e industrial em contexto de estabilização com crescimento. O êxito de um plano de estabilização não depende, logicamente, de tal âncora institucional.

A estratégia de estabilização exige a coordenação das políticas macroeconômicas, para que se obtenha êxito. Trata-se da recomposição da estabilidade do padrão monetário a partir de uma proposta coerente e abrangente. Qualquer proposta parcial é contraproducente, na medida em que não incorpora a complexidade das variáveis determinantes da instabilidade da economia brasileira.

Nesse cenário, ganham relevância: 1. a articulação consistente dinamicamente das políticas macroeconômicas, entre elas, a política de rendas (salarial, de preços, de tarifas públicas, etc.) e as políticas de demanda (fiscal e monetária), com reestruturação das relações entre o Estado e o setor privado; 2. o equacionamento do padrão de financiamento público; 3. a elaboração de uma política monetário-creditícia que aja sobre o direcionamento dos fluxos de crédito e sobre o endividamento.

ANEXO

TABELA 4.1
TAXAS DE JUROS

Em percentagem.

Período	Taxas brutas médias de financiamento no "overnight"					
	Mercado aberto			Depósitos interfinanceiros. Taxa CDI (um dia)		
	taxa over	taxa over	taxa over	nominal	real	real
	LFT/LTN/BBC	LFT/LTN/BBC	LFT/LTN/BBC	efet. ac.	efet. ac.	no ano
	efet. dia	efet. dia	real no ano	mes	mes	no ano
	acum. mês (1)	acum. mês real (2)	(2)		(2)	(2)
1990						
janeiro	67,6	-2,5	-2,5	67,88	-2,34	-2,3
fevereiro	82,04	6,04	3,38	80,41	-3,48	2,6
março	36,76	-24,57	-22,02	35,71	-22,46	-23,1
abril	4,23	-6,38	-27	5,33	-25,15	-27,3
maio	5,69	-3,1	-29,26	5,93	-5,39	-29,4
junho	8,73	-0,26	-29,45	9,38	-2,88	-29,1
julho	13,79	0,72	-28,94	14,32	0,33	-28,3
agosto	11,53	1,24	-29,82	11,93	1,19	-28,9
setembro	15,21	3,13	-27,63	17,32	-0,89	-25,4
outubro	16,49	2,04	-27,15	21,96	5,02	-20,3
novembro	19,83	2,03	-24,65	22,98	6,83	-16,5
dezembro	22,86	5,5	-20,51	25,76	4,71	-9,5
1991						
janeiro	21,02	0,91	0,91	23,43	2,92	2,9
fevereiro	6,85	-11,77	-10,97	8,72	-10,23	-7,6
março	8,99	1,62	-9,53	10,06	2,62	-5,1
abril	9,67	0,86	-8,76	12,49	3,45	-1,9
maio	9,56	2,84	-6,16	12,52	5,62	3,1
junho	10,32	0,42	-5,76	10,67	0,74	4,3
julho	12,39	-0,39	-6,13	13,26	0,38	4,7
agosto	15,75	0,23	-5,92	15,97	0,42	5,2
setembro	19,78	3,09	-3,01	20,01	3,29	8,6
outubro	25,95	0,08	-2,93	26,04	0,15	8,8
novembro	32,43	5,3	2,22	31,97	4,94	14,1
dezembro	31,17	7,4	9,78	28,96	5,58	20,5
1992						
janeiro	29,06	1,75	1,75	29,45	2,06	2,0
fevereiro	28,76	3,18	4,98	30,32	4,43	6,5
março	26,86	5,1	10,33	26,77	5,03	11,9
abril	23,92	4,54	15,34	23,75	4,4	16,8
maio	23	0,45	15,86	22,94	0,4	17,3
junho	24,28	2,36	18,59	24,24	2,32	20,0
julho	26,21	3,72	23	26,31	3,8	24,6
agosto	25,65	0,08	23,1	25,63	0,07	24,7
setembro	27,66	0,23	23,37	27,65	0,22	24,9
outubro	28,18	2,59	26,57	28,19	2,61	28,2
novembro	26,4	1,76	28,79	26,09	1,51	30,1
dezembro	25,92	1,79	31,1	26,06	1,91	32,6

Notas:

(1) LTN a partir de 25.06.90 e BBC a partir de 02.01.91.

(2) Deflator: IGP-DI

FONTE: Banco Central - Estatísticas Básicas do Mercado Financeiro e de Capitais.

TABELA 4.2
TAXAS DE JUROS REAIS (1)

Período	Over/Selic (2)				CDB Prefixado				% a. m. TR (deflatores)			
	IGP-DI	IGP-DI	IPC-FIPE	IPC-FIPE	IGP-DI	IGP-DI	IPC-FIPE	IPC-FIPE	IGP-DI	IGP-DI	IPC-FIPE	IPC-FIPE
		(3)		(3)		(3)		(3)		(3)		(3)
1988-dez	1,1	-1,8	1,8	0,6	-2,5	5,3	-1,8	-3	-	-	-	-
1989-dez	9,9	2,5	8,2	0,9	0,9	1,2	6,8	-0,4	-	-	-	-
1990-dez	5,5	4	5,9	3,7	5,2	3,7	5,6	3,4	-	-	-	-
1991-dez	7,4	5,4	6,4	5,3	5,4	3,4	4,5	3,4	5,1	3,2	4,2	3,1
1992												
jan	1,8	2,6	2,5	4,3	2	2,9	2,8	4,6	-1,1	-0,3	-0,3	1,4
fev	3,2	4,9	5,9	5,8	2,7	4,4	5,4	5,3	0,7	2,4	3,3	3,3
março	5,1	6,1	4,2	3,8	4,6	5,5	3,7	3,3	3	3,9	2,1	1,7
abril	4,5	2,9	1	1,1	3,5	1,8	0	0	2,1	0,5	-1,3	-1,3
maio	0,5	0,9	0,4	0,4	-0,2	0,3	-0,2	-0,2	-2,2	-1,7	-2,2	-2,2
junho	2,4	2,2	1,5	2	1,9	1,8	1,1	1,6	-0,3	-0,4	-1,1	-0,6
julho	3,7	2,1	4,1	3,3	3,4	1,8	3,8	3	1,6	0,1	2,1	1,2
agosto	0,1	-0,6	2	1,5	1	0,3	2,9	2,4	-1,9	-2,6	0,1	-0,5
setembro	0,2	1,2	2,6	1,8	0,7	1,7	3,1	2,3	-1,6	-0,6	0,8	0
outubro	2,6	2,9	1,4	3,2	2,7	3	1,5	3,3	0,1	0,5	-1,1	0,7
novembro	1,8	2	3,7	2,3	-0,1	0,1	1,8	0,5	-0,8	-0,5	1,2	-0,2
dezembro	1,8	0,7	0,5	0,6	3,6	2,4	2,2	2,4	0,2	-0,9	-1	-1

Notas:

(1) Segundo vários deflatores.

(2) "Over" lastreado em títulos públicos federais.

(3) Refere-se a valores centrados dos índices de preços.

FONTE: Banco Central - Estatísticas Básicas do Mercado Financeiro e de Capitais.

TABELA 4.3

US\$ milhões (6)

Base Monetária e Haveres Financeiros

Período	Base Monet	M1	FAF (2)	DER	Tít. Fed. em Poder Público (3)	Títulos Est/Mun Pod. Pub. (3)	M2	Depósitos Poupança	M3	Títulos Priv. (4)	M4	VOB	M5
dez/1988	4,76	9,02	0,00	-	36,21	4,44	49,67	34,12	83,79	13,20	96,99	-	96,99
dez/1989	5,94	9,08	0,00	-	54,36	10,38	73,82	28,39	102,20	14,07	116,27	-	116,27
dez/1990	9,53	14,76	0,00	-	10,98	5,31	31,05	13,93	45,50	15,61	61,11	28,22	89,33
dez/1991	5,93	10,12	9,64	3,80	7,67	4,74	35,97	15,33	51,31	16,77	68,07	11,91	79,99
dez/1992 (5)	5,59	8,84	10,80	6,80	19,93	10,41	56,77	20,15	76,92	36,13	113,04	-	113,04

Composição dos meios de pagamento

Período	Dep. vista	M1	FAF (2)	DER	Tít. Fed. em Poder Público (3)	Tít. Est/Mun Pod. Pub. (3)	M2	Depósitos Poupança	M3	Títulos Priv. (4)	M4	VOB	M5
dez/1988	6,6	9,3	-	-	37,3	4,6	51,2	35,2	86,4	13,6	100	-	100
dez/1989	4,7	7,8	-	-	46,8	8,9	63,5	24,4	87,9	12,1	100	-	100
dez/1990	10,1	16,5	-	-	12,3	6	35	15,6	50,9	17,5	68,4	31,6	100
dez/1991	8,4	12,6	12,1	4,7	9,6	5,9	45	19,2	64,1	21	85,1	14,9	100
dez/1992 (5)	4,9	7,8	9,6	6	17,6	9,2	50,2	17,8	68	32	100	-	100

(continua)

TABELA 4.3

(continuação)

Período	M1	FAF	DER	Meios de Pagamento/PIB		M2	Depósitos Poupança	M3	Títulos Priv. (4)	M4	VOB	M5
				Tít. Fed. em Poder Público (3)	Tít. Est/Mun Pod. Pub. (3)							
	(2)			(3)	(3)							
dez/1988	2,5	0	0	10	1,2	13,8	9,4	23,2	3,6	26,8	0	26,8
dez/1989	1,7	0	0	10,2	2	13,9	5,3	19,3	2,7	21,9	0	21,9
dez/1990	3,3	0	0	2,4	1,2	6,9	3,1	10	3,5	13,5	6,3	19,8
dez/1991	2,4	2,2	0,9	1,8	1,1	8,4	3,6	11,9	3,9	15,8	2,8	18,6
dez/1992	1,9	2,3	1,5	4,3	2,3	12,3	4,4	16,6	7,8	24,4	0	24,4

Notas:

(1) Base Monetária: papel moeda em poder do público + reservas bancárias

M1= Papel moeda em poder do público + depósitos à vista

M2= M1 + títulos públicos federais, estaduais e municipais em poder do público + FAF

(Fundos de Aplicação Financeira) + DER (Depósitos Especial Remunerado)

M3= M2 + depósitos de poupança

M4= M3 + Títulos privados

M5= M4+ VOB (cruzados bloqueados)

(2) Exclui depósitos à vista das carteiras do FAF.

(3) Exclui títulos pertencentes às carteiras das instituições financeiras e dos FAF.

(4) Inclui depósitos a prazo, letras de câmbio e letras hipotecárias, exceto aquelas em poder dos FAF.

(5) Dado preliminar.

(6) Valores originais em cruzeiros correntes convertidos em dólares pela taxa de câmbio comercial de fim de período.

FONTES: Notas para a Imprensa do Banco Central - Junho/93.

Gazeta Mercantil

Boletim Mensal do Banco Central

TABELA 4.4

AGREGADOS MONETÁRIOS
Taxa de variação nominal em 12 meses (%)

Final do período DEZ	IGP-DI FGV	Reservas bancárias	Base Monet.	Depósitos à vista	M1	FAF	DER	Títulos feder. pod. pub.	Títulos est/mun. pod. pub.	M2	Depós. poupança	M3	Títulos privados	M4	VOB	M5
1988	1037,6	438,2	622,3	516	570,3	-	-	1106,7	762	920,8	1079	979,7	872,1	963,7	-	963,7
1989	1782,9	1638	1754,1	1191,7	1384,2	-	-	2131,4	3328,4	2103,2	1137,4	1710,6	1489,5	1680,7	-	1680,7
1990	1476,6	2352,7	2304,2	2431,1	2335,7	-	-	202,4	665,8	529,8	634,8	558,9	1560,5	680,1	-	1043,5
1991	480,2	310,7	291,2	370,3	330,7	-	-	339,3	461,2	628,1	591,4	616,7	575,3	606,1	165,3	466
1992	1156	998	991	853	913	1197	1976	2912	2444	1729	1422	1637	2397	1825	-100	1538

FONTES: CONJUNTURA ECONÔMICA
Boletim do Banco Central

TABELA 4.5

Captação de Recursos Externos

Discriminação (1)	US\$ milhões			
	1989	1990	1991	1992
TOTAL	4201,1	5367	11627	17762
Investimentos (2)	335,3	688	1455	5188
Portfólios	149	171	760	3863
Diretos	184	517	695	1325
Empréstimos em Moeda (3)	361,1	1045	4408	7980
Com. Firce n.10	109,6	405	470	922
Resolução n. 63	-	-	6	856
"Commercial Papers"	198,6	586	1783	1190
Bônus e "notes"	-	54	1507	4834
"Export Securities"	-	-	278	30
Renovações	52,9	-	364	148
Financiamentos	2705,7	2882	4160	2332
Registrados	222,6	813	858	447
Autorizados	2563,1	2069	3302	1885
"Leasing" e Aluguel	721	752	1519	1173
Pagamentos Antecip.Export.	-	-	85	1089

Notas:

- (1) Todos os valores acima correspondem a autorizações ou registros concedidos pelo FIRCE.
- (2) Representam aplicações em ações ou cotas integrantes de capital de empresas no país, incluindo, também, as operações de "Depositary Receipts", além de outros valores mobiliários e ativos financeiros. Exclui reinvestimentos de lucros e conversão de dívida em investimento. Os investimentos em moeda são distribuídos em:
 1991: bolsa: US\$ 760 milhões; outros: US\$ 695 milhões
 1992: bolsa: US\$ 3863 milhões; outros: US\$ 1325 milhões.
 Os investimentos em bolsa correspondem à carteira de ações (Res.1289 - Anexo 4) e demais investimentos em Bolsa (Fundos e Sociedades).
- (3) Os empréstimos em moeda estão distribuídos no tempo conforme uma data prevista de ingresso efetivo, podendo ocorrer atrasos e consequentes remanejamentos para os meses seguintes.

FONTE: Banco Central do Brasil. Notas para a Imprensa.

TABELA 4.6

Câmbio Contratado, Reservas Internacionais e Dívida Externa Registrada

Em bilhões de dólares

ANO	Câmbio Contratado (acumulado jan-dez)						Saldo Global (a+b)	reservas internacionais (1)			dívida externa registrada		
	Comercial			Financeiro				conceito de caixa (2)	líquidas internas (3)	líquidas ajustadas (4)	setor público	setor privado	total
	export	import	saldo (a)	compras	vendas	saldo (b)							
1988	33,5	14,3	19,1	2,6	15	-13	6,2	5,3	9,1	4	91,04	11,51	102,55
1989	34,3	17,5	16,7	2,3	17	-14,6	2,1	7,3	9,7	0,8	89,48	9,8	99,28
1990	33,4	19,5	13,9	3,6	14,2	-10,5	3,3	8,8	10	-8,2	86,97	9,57	96,54
1991	34,5	19,8	14,7	7,7	15,5	-7,8	6,9	8,5	9,4	-13	82,05	10,94	93
1992	39,5	18,8	20,7	16,3	16,5	-0,1	20,6	19	23,7	17	81,82	12,5	94,33

Notas:

(1) Posição em final de período (dez).

(2) O conceito de caixa abrange haveres brutos disponíveis em divisas conversíveis (ouro, DES, posição no FMI e outras moedas conversíveis).

(3) Agrega aos valores do conceito de "caixa" os haveres representativos de títulos de exportação e outros haveres de médio e longo prazos.

(4) Corresponde ao total dos haveres, menos as obrigações (de curto, médio e longo prazos, além dos atrasados), descontando, também, os ganhos/perdas decorrentes da valorização/desvalorização.

Fonte: Banco Central do Brasil, Notas Para a Imprensa (8.06.93).

Boletim do Banco Central do Brasil

Boletim Mensal do Banco Central

TABELA 4.7

Dívida Mobiliária Interna Federal

Saldo em bilhões de dólares (1)				
Final de período Dez.	Emitida pelo Tesouro Nacional Total (2)	Carteira do BACEN Total	Fora do BACEN Total	Dívida fora do BACEN/ PIB (3)
1988	98	56	41	13,2
1989	135	73	62	15,2
1990	105	93	13	3
1991	85	76	12	3
1992	97	82	36	8,8

Notas:

- (1) Valores originais em cruzeiros convertidos em dólares pela taxa de câmbio comercial do fim do período.
- (2) Exclui LBC, BBC e NBC (títulos de responsabilidade do Banco Central).
- (3) PIB dos últimos 12 meses a preços do mês assinalado (deflator IGP-DI), tendo como base a série publicada pelo IBGE.

FONTES: Boletim Mensal do Banco Central
Banco central do Brasil. Notas para a Imprensa.

TABELA 4.8

Dívida Mobiliária Interna Federal
Títulos fora do Banco Central

Final de período Dez.	Em % relativa									Variação percent. real em 12 meses (1)
	OTN/LT	LFT	BTN	NTN	Subtotal (Tesouro Nacional) (a)	LBC	BBC	Subtotal (BACEN) (b)	Total (a+b)	
1988	31,43	68,57	-	-	100,00	-	-	-	100,00	13
1989	0,10	97,93	1,97	-	100,00	-	-	-	100,00	6
1990	31,12	62,86	4,65	-	98,63	1,37	-	1,37	100,00	-76
1991	0,01	61,26	4,19	12,57	78,03	5,91	16,06	21,97	100,00	-6
1992	0,00	5,42	0,13	36,04	41,58	3,62	0,05	58,42	100,00	188

Notas: (1) Deflator: IGP-DI centrado em final de mês.

FONTES: Banco Central do Brasil. Notas para a imprensa.
Boletim do Banco Central do Brasil

TABELA 4.9

Necessidades de Financiamento do Setor Público (1)

Em % PIB

Discriminação	JAN/DEZ				
	1988	1989	1990	1991	1992
Total nominal	53	83,1	29,6	27,2	46
GF e BACEN	26,6	49,3	11,5	6,8	16,4
Gov. Est. e Mun.	11,4	16,6	8,6	9,9	17,2
Empresas estatais	13,4	15,5	8,7	10,5	12,5
Total operacional (2)	4,8	6,9	1,3	0	2,7
GF e BACEN	3,3	3,7	2,5	-0,1	0,9
Gov. Est. e Mun.	0,4	0,6	0,4	-0,6	1,1
Empresas estatais	1	2,4	0,6	0,8	0,7
Total primário (3)	-0,9	1	4,6	-2,7	-0,8
GF e BACEN	0,9	1,2	2,9	-1,2	-0,8
Gov. Est. e Mun.	-0,5	-0,3	-0,2	-1,2	0,3
Empresas estatais	-1,4	-0,1	-1,7	-0,3	-0,2
Total juros reais	-5,8	-5,9	3,3	2,8	3,4
GF e BACEN	-2,4	-2,5	0,4	1,1	1,7
Gov. Est. e Mun.	-0,9	-0,9	-0,6	0,6	0,8
Empresas estatais	-2,4	-2,5	-2,3	1,1	0,9

Notas:

- (1) Os valores não se comparam com os critérios de desempenho do FMI por incluírem novas rubricas.
Os dados preliminares para 1991 e 1992 estão baseados em nova metodologia de cálculo.
Os valores de referência são fluxos de cruzeiros correntes em milhões.
- (2) O resultado operacional corresponde ao superávit ou déficit nominal, excluindo as correções monetária e cambial.
- (3) O resultado primário corresponde ao resultado operacional menos os juros reais.

FONTES: Boletim do Banco Central
Brasil Programa Econômico

TABELA 4.10

Fatores Condicionantes da Base Monetária
Fluxos no Período

	Em milhões de cruz reais correntes(5)						
	1988	1989	1990	1991		1992	
	dez	dez	dez	dez	acumulado jan-dez	dez	acumulado jan-dez
Tesouro Nacional	5,4	89,7	159,5	-123,3	-307	-4802	-16621
Operação com títulos federais	-4,2	-29,56	770,88	-968,6	-986	49584	369
Operação do setor externo	1,4	-2,5	447,12	2273,3	2470,2	-14924	45867
Depósitos em Ncz\$- DER (1)	-	-	-	690	2994*	1149	29317
Depósitos em Ncz\$ (2)	-	-	64,5	72	1364	0	0
Assist. financeira líquida (3)	-0,2	0,2	94,5	-17,3	-130,4	732	8258
Aplicações da res. monetária	-	-	8,8	-1	32,7	-11	72
Compulsório s/ depos. jud. e s/ fianças (4)	-	-	-	-1	-2,3	-10	-16
Depósitos de Instit. financeiras	0,6	3,4	74	156,7	78	-143	-331
Depósitos no FAF	-	-	-	-267,4	-760,82	-5256	-5341
Outras contas	0,1	2,5	52,7	81,9	199,7	390	2272
Variação da Base Monetária	3,1	63,8	1553,84	1895,9	4720,9	26709	62868

* Corresponde ao período ago/set de 91.

Notas:

- (1) Impacto potencial sobre a base monetária das conversões de Ncz\$ referentes ao cronograma normal de liberações iniciado em agosto de 1991.
- (2) Impacto sobre a base monetária das conversões de Ncz\$ previstas na legislação original, mais as conversões posteriores por determinação judicial.
- (3) Inclui penas e custos sobre deficiências de reservas bancárias.
- (4) Até fevereiro/92, os valores referem-se ao compulsório sobre depósitos a prazo.
- (5) Valores originais em bilhões de cruzeiros.

FONTE: Banco Central do Brasil- Notas para a Imprensa.

TABELA 4.11

Taxas de Câmbio (1)

Fim de período	Dólar Comercial		Dólar flutuante Interbancário venda	Dólar paralelo (cabo) venda	Paralelo/comercial %
	venda	variação percentual (2)			
1988	765	959	1210	1180	54
1989	11	1384	24	25	120
1990	170	1397	181	183	8
1991	1069	528	1102	1105	3
1992					
jan	1319	23	1265	1263	-4
fev	1631	53	1600	1605	-2
março	1988	86	1979	1985	0
abril	2396	124	2560	2570	7
maio	2849	167	2940	2950	4
junho	3447	222	3615	3670	6
julho	4205	293	4542	4550	8
agosto	5131	380	5645	5570	9
setembro	6400	499	7180	7180	12
outubro	8034	652	8460	8400	5
novembro	9950	831	10920	10850	9
dezembro	12388	1059	13715	14000	13

Notas:

(1) Taxas de venda no fim do período.

Até dezembro de 1988 taxas em cruzados. De Janeiro de 89 até fevereiro de 90, taxas em cruzados novo.

A partir de 19 de março de 1990 as taxas expressam a média das cotações diárias em cruzeiros, praticadas no mercado de taxas livres (RES. nº 1690, de 18.3.90)

(2) Variação percentual no ano.

FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil

TABELA 4.12

Taxas de juros internacionais

Período (dezembro)	fim de período	PRIME RATE (2)	6 meses	LIBOR (1)	
		média mensal		média mensal	6 meses
1988	10,5	10,5	9,95	9,44	8,86
1989	10,5	10,5	10,58	8,3	8,63
1990	10	10	10	7,76	8,1
1991	6,5	7,21	8	4,55	5,53
1992	6	6	6	3,73	3,59

Notas:

(1) Taxas do Citibank.

(2) Taxas para empréstimos em dólares.

Fonte: Boletim Mensal do Banco Central

CONCLUSÕES

O estudo dos fundamentos da teoria da endogeneidade da moeda - crítica à visão monetarista de teoria econômica e de política monetária - e a reflexão sobre a política monetária na economia brasileira no período recente, a partir de tal análise crítica, são os pilares da construção desta tese.

O ponto de partida deste estudo é a rejeição da oferta de moeda como variável explicativa dos comportamentos das rendas nominal e real ou como indicador de política econômica. A teoria monetária pós-keynesiana dá ênfase ao quadro institucional, no qual as forças financeiras interagem com as decisões de gasto para determinar os níveis de produção, emprego e preços. Ao colocar em evidência a evolução dos arranjos institucionais no sistema financeiro, a perspectiva analítica pós-keynesiana destaca a importância do conflito na operação da política econômica.

A noção de liquidez ganha destaque, na medida em que a análise das condições de financiamento adota como referência um conceito amplo de moeda que varia conforme as determinações institucionais. Nesse arcabouço teórico, o conceito de estado geral de liquidez refere-se aos fluxos de débito e crédito que expressam as relações entre firmas financeiras, não-financeiras e o próprio Estado.

Na teoria da endogeneidade da moeda, observa-se os fundamentos microeconômicos da dinâmica das estruturas financeiras, condicionando a atuação do Banco Central. Incerteza, decisões não coordenadas e instabilidade da demanda monetária são centrais nesse enfoque teórico. Em oposição à teoria monetarista, rejeita-se a hipótese de independência entre a oferta e a demanda de moeda e as relações de determinação entre a oferta de moeda e o volume de transações e/ou o nível geral de preços. A teoria monetária pós-keynesiana destaca a dimensão institucional do conceito de moeda; aponta o caráter precaucional-especulativo da demanda por moeda e integra a moeda na teoria da produção e do emprego, numa perspectiva histórica.

Partindo desses pressupostos, a crítica pós-keynesiana à abordagem monetarista sobre os mecanismos de transmissão da política monetária rejeita a suposição monetarista de moeda como causa do desequilíbrio, identificado como instabilidade do nível geral de preços. Os pós-keynesianos entendem que a economia capitalista, enquanto economia de decisões descentralizadas, é intrinsecamente sujeita a flutuações dos níveis de gasto, produto e renda, não apresentando tendência auto-reguladora para atingir a estabilidade ou o pleno emprego. Contrapõem-se, portanto, à tese das "finanças sadias", de viés

monetarista, que sugere o controle monetário quantitativo, de forma a evitar tal instabilidade.

Em suma, a teoria pós-keynesiana da endogeneidade da moeda possui uma base microeconômica de natureza dinâmica, apresentando novos fundamentos para a explicação da determinação dos agregados monetários. A dinâmica monetária é o resultado das relações entre a circulação financeira e a industrial, e a liquidez sistêmica é garantida, em última instância, pelo Banco Central.

Com esse quadro analítico sistematizei os fundamentos da forma e dos limites de intervenção do Estado na dinâmica monetária, desdobrando-os em dois níveis. Por um lado, foi discutida a **relação entre a endogeneidade da moeda e a política de juros**; por outro, a **influência da política monetária através da taxa de juros e sua autonomia relativa em face das políticas macroeconômicas cambial e fiscal**. Neste contexto teórico, foi possível pensar em uma nova articulação analítica entre o crescimento econômico, as suas condições de financiamento e a política monetária. Como decorrência, defini-se as atribuições prioritárias e o perfil da gestão do Banco Central.

A perspectiva pós-keynesiana alerta para os limites da autonomia do Banco Central na administração da taxa de juros num ambiente caracterizado pela interdependência das políticas macroeconômicas referentes ao câmbio, ao juros e ao fisco. Por um lado, a abertura externa da economia limita o espaço autônomo de manobra da política monetária nacional; por outro, a forma que assume a relação Tesouro/Banco Central e as práticas financeiras domésticas também condicionam a gestão monetária. Nesta análise, ganham relevância os mecanismos de transmissão decorrentes da manipulação da taxa de juros. A teoria da fragilidade financeira desenvolvida por Minsky permite resgatar o papel ativo das instituições financeiras e o caráter assimétrico do impacto da política de juros sobre o gasto. Tal assimetria pode ser contornada, em parte, através de uma participação mais ativa do Banco Central no direcionamento dos fluxos de crédito.

Como resultado, torna-se necessário influenciar esses fluxos de crédito, com vistas ao crescimento econômico, com maior estabilidade financeira. Destaca-se, assim, a dimensão creditícia da política monetária na abordagem pós-keynesiana, em contraposição ao papel da política monetária na teoria da liberalização financeira. A opção neoliberal rejeita a necessidade de o Estado intervir nos fluxos financeiros no que diz respeito ao desenvolvimento industrial e tecnológico, conquanto atribui as bases do

crescimento ao dinamismo do setor privado e à livre iniciativa. No entanto, o sucesso da política monetário-credílica, na perspectiva pós-keynesiana, depende do padrão de expectativas empresariais quanto ao investimento e dos padrões de rentabilidade e risco dos agentes financeiros. Em outras palavras, a adoção de uma política monetária seletiva não induz, automaticamente, o crescimento econômico.

As alternativas de política econômica não têm apenas uma precedência lógica; as funções do Banco Central não estão isentas de conotação ideológica, com o que se esvai a pretensa objetividade das regras monetaristas. Ao integrar a moeda na teoria da produção e do emprego, a teoria monetária pós-keynesiana leva em conta a não-neutralidade da política monetária. Manifesta-se na sua influência sobre os preços relativos, a distribuição do produto e do emprego entre as indústrias, e o ritmo e a direção do crescimento e seus impactos duradouros nas condições sociais.

Em síntese, a evolução dos juros e da liquidez da economia expressa não só a relação entre o Banco Central e os bancos, no manejo das reservas, mas, também, as próprias estratégias das instituições financeiras em concorrência, a articulação entre o padrão de crescimento e suas formas de financiamento e a relação entre as políticas macroeconômicas.

Na teoria monetária pós-keynesiana, a dinâmica monetária fundamenta-se num conjunto de articulações financeiras, internas e externas, baseadas no crédito e na confiança. Diante da permanente transformação das estruturas financeiras, da importância tanto do conflito quanto da acomodação na operação da política monetária, da interdependência das políticas monetária, fiscal e cambial, num sistema financeiro crescentemente globalizado, deve-se reafirmar que, no entanto, a política monetária tem um espaço de atuação próprio. A seletividade e a regulamentação preventiva devem nortear a ação da Autoridade Monetária.

A não-neutralidade da moeda e as ações especulativas dos agentes econômicos transformam a gestão monetária num jogo de forças. Apesar de o Banco Central ser o grande árbitro do mercado financeiro, não tem sob seu controle todas as regras do jogo. O dilema da gestão da Autoridade Monetária é ter que sancionar o seu resultado. Evidencia, assim, que não possui poder decisivo sobre o conflito de forças existente nos mercados financeiros.

A recuperação dos fundamentos pós-keynesianos da análise da política monetária ganha destaque no esforço de interpretar a crise da gestão monetária no Brasil. A partir

da definição do arcabouço conceitual-analítico pós-keynesiano, resgataram-se os problemas contemporâneos referentes à política monetária. Embora esta seja condicionada pela institucionalidade de cada economia, a atualidade do debate teórico coloca questões importantes para o Brasil, numa conjuntura que se caracteriza pela urgência na solução da crise e pela necessidade de avançar nos encaminhamentos institucionais.

Na evolução da gestão monetária no Brasil, no período de 1988 a 1992, privilegiei o estudo da lógica das inovações financeiras e a análise crítica dos fundamentos dos pressupostos do debate teórico atual sobre a crise da gestão monetária. O processo de inovações financeiras no Brasil assumiu uma face pública e outra privada, sendo determinado não só pelas condições macroeconômicas, mas, também, pelas estratégias de concorrência das instituições financeiras. A condução da política monetária não só foi indutora desse processo, como, também, foi condicionada pela evolução das próprias inovações financeiras. Em outras palavras, as inovações financeiras influenciam a evolução da política monetária, afetando sua capacidade de controlar quantitativamente os agregados monetários. Na prática, o Banco Central sanciona o surgimento dos novos arranjos institucionais.

A crise financeira no Brasil expressa a ruptura das articulações entre a circulação financeira e a industrial, características do padrão de financiamento do período pós-1964. Ela se explicita numa crise monetária, da qual a instabilidade inflacionária é sua manifestação. Em tais circunstâncias, a avaliação da gestão monetária não pode negligenciar os seus determinantes estruturais, além de resgatar o papel ativo das instituições financeiras no condicionamento da evolução da própria política monetária.

A política de controle quantitativo de agregados monetários torna-se inoperante diante das inovações financeiras e da expansão das quase-moedas. A existência de ativos de curtíssimo prazo, de conversão instantânea e praticamente sem custos para a moeda com poder liberatório, torna o controle da base monetária na economia um esforço infrutífero. A evolução dos agregados monetários é o resultado da expansão das quase-moedas, das estratégias especulativas dos agentes econômicos quanto à valorização financeira da riqueza e do comportamento das taxas de juros e de câmbio. Os mecanismos de indexação se desenvolvem como resultado do comportamento defensivo-especulativo dos agentes num quadro de alta instabilidade.

No período de 1988 a 1992, a política monetária mostrou-se incapaz de estimular as decisões de gasto - via taxa de juros - em função da preferência absoluta pela liquidez

sob a forma de quase-moedas, em face das expectativas empresariais pessimistas. O caráter limitado da influência da Autoridade Monetária, quando os investimentos se mostram inelásticos em relação aos juros, exprime a impossibilidade de coordenação das decisões dos agentes privados. As relações de conflito entre a esfera privada e a gestão estatal da moeda impedem a definição de regras para a prática da política monetária. As intervenções do BACEN na dinâmica monetária, sancionando a liquidez do sistema e evitando a desvalorização patrimonial no período recente, expressam a dimensão capitalista da gestão da riqueza.

A limitação da gestão monetária no Brasil somente pode ser plenamente explicada através do aprofundamento da questão da autonomia relativa da política monetária, o que envolve o exame da interdependência das políticas monetária, fiscal e cambial. A crise do padrão de financiamento público limita a autonomia da política monetária. Minha tese se opõe aos diagnósticos e propostas que vislumbram a possibilidade de retomar a autonomia da política monetária no Brasil - via controle de agregados monetários -, desde que garantidas determinadas condições institucionais, entre as quais um BACEN independente para seguir regras pré-estabelecidas. Entendo que os impactos da crise da dívida externa ao nível do desequilíbrio financeiro do setor público não podem ser apreendidos sob os critérios das "finanças sadias".

As novas tendências do sistema financeiro privado à segmentação e à inserção nos mercados de capital e de câmbio, tornam mais complexas as relações entre a política monetária e o crédito doméstico. As inovações financeiras problematizam os canais de transmissão da política monetária e a interdependência entre as políticas macroeconômicas dificulta a gestão autônoma da taxa de juros, no mercado financeiro brasileiro. Com efeito, cabe a reflexão sobre uma política de juros setorial, seletiva, de maneira a agir sobre os fluxos de crédito e de endividamento.

A crise monetária brasileira e suas imbricações com a crise do padrão de financiamento e de expectativas empresariais são, na minha interpretação, elementos indispensáveis na avaliação da gestão monetária. A base da proposta de independência decisória do BACEN é a possibilidade de uma gestão autônoma da política monetária em face das outras políticas macroeconômicas. Desta forma, o BACEN poderia se defender, principalmente, das pressões para financiar os déficits do Tesouro. Minha crítica reforça os aspectos estruturais da crise brasileira. Ela explicitou a face política do Estado, exigindo a ação do BACEN como prestador em última instância, garantindo o valor patrimonial dos ativos do setor privado. Nesse processo, o desequilíbrio das contas públicas foi levado ao limite.

É ilusão pensar num poder decisivo do Banco Central em face da complexidade dos mercados financeiros globais, inovadores e especulativos. 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.

Considero que a adoção de regras de programação monetária não é uma panacéia para a estabilização. O reestabelecimento da confiança na moeda nacional não depende do exercício do controle monetário quantitativo. Depende, entretanto, da recomposição das relações entre a circulação financeira e a industrial num contexto de estabilização dos preços com crescimento. A instabilidade inflacionária é que leva à desvalorização e ao desprezo da moeda nacional.

Em suma, a política monetária isoladamente não é capaz de garantir a estabilidade monetária. A lógica do mercado é incapaz de permitir a redefinição de um novo modelo de crescimento, de forma a conciliar a estabilidade macroeconômica com as necessidades prementes do ponto de vista social. Este dilema brasileiro, e latino-americano, está na base da necessidade de se repensar a natureza e os limites das políticas macroeconômicas. A teoria monetária pós-keynesiana permite conciliar os problemas de financiamento, recuperando a ação do Estado através da política monetário-creditícia, de maneira a afetar os fluxos de recursos entre as instituições financeiras e não-financeiras. Não se descartam os constrangimentos internos e externos às novas opções de política econômica. No entanto, o objetivo é destacar a necessidade de um esforço coordenado.

O êxito da estratégia de estabilização exige a coordenação das políticas macroeconômicas. Qualquer proposta parcial é contraproducente, na medida em que não incorpora a complexidade das variáveis determinantes da instabilidade da economia brasileira. Num ambiente marcado pela instabilidade, por inovações financeiras e pela interdependência das políticas macroeconômicas, a política monetária autônoma não garante a adoção das medidas de política acertadas para a constituição de um padrão monetário estável. A saída pressupõe a adoção de medidas, temporalmente integradas, de forma a dar fôlego e sustentação aos resultados que forem obtidos no esforço de estabilização visando o crescimento.

No entanto, é necessária uma reorganização de natureza essencialmente política. Urge pensar na articulação das políticas macroeconômicas, no equacionamento da crise de financiamento público e na elaboração de uma política monetário-creditícia. Tal articulação objetiva a viabilização de novos projetos de investimento a partir da mobilização do *finance* e do *funding* privado, público e externo. Deve levar em consideração a intensa transformação das estruturas produtivas e financeiras na economia brasileira, com intensas mutações patrimoniais, ao longo da crise, como resposta à instabilidade e à estagnação econômica. Não se podem negligenciar as transformações e as novas estratégias de valorização das grandes corporações produtivas e financeiras ao nível internacional, que colocam em evidência novos constrangimentos.

Por último, vale a pena enfatizar que tal reordenamento exige mudanças nas relações entre o Estado brasileiro e a sociedade, superando a perda de sua capacidade de coordenação democrática das relações privadas, para que a política monetária seja bem sucedida tanto do ponto de vista econômico quanto do social.

BIBLIOGRAFIA

- AGLIETTA, M.; ORLEANS, A. (1990). A violência da moeda. São Paulo: Brasiliense, 426 p.
- AKYUZ, Y. (1992). On financial openness in developing countries. UNCTAD, Genebra, jun.
- AKYUZ, Y. (1993). Financial liberalization: the key issues. UNCTAD, Genebra, mar.
- ALMEIDA, J. S. G. de (1988a). Instabilidade da economia e estrutura financeira das empresas no Brasil do ajustamento recessivo. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, Texto para Discussão n. 178, 55 p.
- ALMEIDA, J. S. G. de (1988b). Sistema bancário público e privado: mudança na estrutura de recursos e tendências de custo e lucro (1985/87). São Paulo, FUNDAP/IESP, Texto para Discussão n. 13.
- AMADEO, E. J. (ed.) (1992). John M. Keynes: cinquenta anos da Teoria Geral. Rio de Janeiro, série PNPE/IPEA, n. 20.
- ASIMAKOPULOS, A. (1986). Finance, liquidity, saving, and investment. In: Journal of Post-Keynesian Economics, Armonk, v. 9, n. 1, p. 79-90.
- BAER, M. (1993). O desajuste financeiro e as dificuldades de financiamento do setor público nos anos 80. Campinas, UNICAMP/IE, Tese de Doutorado.
- BANCO HOJE (1993). Nova tecnologia para os bancos, jul.
- BANCO HOJE (1993). Qualidade nos bancos: pesquisa, jul.
- BANCO MUNDIAL (1988). White cover: Brazil financial sector study. Washington, D. C.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1986). Recent innovations in international banking. BIS, 270 p., abr.
- BARBOSA, F. H. (1991). O mercado aberto brasileiro: análise dos procedimentos operacionais. Revista Brasileira do Mercado de Capitais, v. 16, n. 43, p. 37-60.
- BARBOSA, F. H. (1993). Inflação: uma proposta de estabilização. Folha de S. Paulo.
- BARBOSA, F. H. ; SALLUM, E. M. (1992). Hiperinflação e o regime das políticas monetária-fiscal. EPGE, Ensaio Econômico, Rio de Janeiro, n. 190, p. 1-27, mar.
- BARROS, L. C. M. de (1991). A moeda indexada, mimeo.
- BARROS, L. C. M. de (1992). A questão dos juros. Folha de São Paulo, 29/11.
- BELL, D.; KRISTOL, I. (1981). The crisis in economic theory. New York: Basic Books, 226 p.

- BELLUZZO, L. G. de M.; ALMEIDA, J. S. G. de (1989). Enriquecimento e produção - Keynes e a dupla natureza do capitalismo. Novos Estudos CEBRAP, São Paulo, n. 23, p. 120-127.
- BELLUZZO, L. G. de M.; ALMEIDA, J. S. G. de (1990a). Crise e reforma monetária no Brasil, mimeo.
- BELLUZZO, L. G. de M.; ALMEIDA, J. S. G. de (1990b). Reforma e política monetária no Governo Collor. Folha de S. Paulo, 14/09.
- BELLUZZO, L. G. de M.; ALMEIDA, J. S. G. de (1990c). Crise do Plano Collor ao completar oito meses de aplicação. Gazeta Mercantil, 27/11.
- BELLUZZO, L. G. de M.; ALMEIDA, J. S. G. de (1992). A crise da dívida e suas repercussões sobre a economia brasileira. In: A luta pela sobrevivência da moeda nacional. São Paulo: Paz e Terra, p. 25-50.
- BELLUZZO, L. G. de M.; COUTINHO, L. G. (1982). O desenvolvimento do capitalismo avançado e a reorganização da economia mundial no pós-guerra. In: Desenvolvimento Capitalista no Brasil - ensaios sobre a crise. São Paulo: Brasiliense, v. 1.
- BIANCHI, C. (1977). Teorias da moeda. Lisboa: Presença, 142 p.
- BILGER, F. (1985). L'expansion dans la stabilité. Paris: Economica, 337 p.
- BOISSIEU, C. (1986). Quelques reflexions sur l'analyse économique des innovations financières. Economie Appliquée, Genebra, v. 39, n. 3, p. 449-472.
- BOISSIEU, C. (1990). Recent developments in the French financial system: an overview. In: Banking in France, London: Routledge, p. 1-25.
- BRAGA, J. C. de S. (1991). A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais. São Paulo, IESP/FUNDAP, Texto para Discussão, v. 6, n. 3, ago.
- BRANDÃO, C. (1991). ABC da política monetária para execução de programas de ajustamentos macroeconômicos. Revista Brasileira de Economia, Rio de Janeiro, v. 45, p. 357-81.
- BRÖKER, G.; CORTINA, R. M. (1990). Banca y finanzas: competencia y tendencias. Madrid: Ediciones Ciencias Sociales, 259 p.
- BRUNNER, K. (1990). The role of money and monetary policy. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, v. 50, n. 7, jul. In: Monetarism, Aldershot: Edward Elgar, v. 2, p. 391-406. (originais de 1968).
- CACY, J. A. (1970). Approaches to analysis of financial structure. In: Mitra, S., Money and banking: theory, analysis, and policy. New York: Random House, p. 99-105.
- CAHIERS FRANÇAIS. (1980). Le système monétaire européen. Paris, La documentation française, n. 196, mai./jun.
- CAHIERS FRANÇAIS. (1986). Les systèmes financiers. Paris, La documentation française, n. 224, jan./fev.

- CAHIERS FRANÇAIS. (1987). Les finances internationales. Paris, La documentation française, n. 230, mar./abr.
- CARNEIRO, R. (1991). Crise, estagnação e hiperinflação (a economia brasileira nos anos 80), Campinas, UNICAMP/IE, Tese de Doutorado.
- CARTER, M. (1989). Financial innovation and financial fragility. Journal of Economic Issues, v. 23, n. 3, p. 779-793, set.
- CARVALHO, C. E. (1992). Liquidez e choques antiinflacionários. In: A luta pela sobrevivência da moeda nacional, São Paulo: Paz e Terra, p. 126-203.
- CARVALHO, F. C. (1984-85). Alternative analyses of short and long run in Post Keynesian Economics. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 7, n. 2, p. 214-234.
- CARVALHO, F. C. (1987). Probability, decision-making and economics. Rio de Janeiro, IEI/UFRJ, Texto para Discussão n. 127, 29 p.
- CARVALHO, F. C. (1988). Keynes, a instabilidade do capitalismo e a teoria dos ciclos econômicos. Pesquisa e Planejamento Econômico, Rio de Janeiro, v. 18, n. 3, p. 741-763.
- CARVALHO, F. C. (1991). A não-neutralidade da moeda em economias monetárias de produção; a moeda nos modelos pós-keynesianos. São Paulo, Estudos Econômicos, v. 21, n. 1, p. 11-40, jan./abr.
- CARVALHO, F. C. (1992). Alta inflação e hiperinflação: uma visão pós-keynesiana. In: A luta pela sobrevivência da moeda nacional, Rio de Janeiro: Paz e Terra, p. 204-232.
- CARVALHO, F. C. (1993). Falsos dilemas e sérios equívocos sobre moeda e política monetária na economia de Keynes e pós-keynesianos, mimeo.
- CHICK, V. (1977). The theory of monetary policy (revised edition). Oxford: Basil Blackwell, 163 p.
- CHICK, V. (1984). Macroeconomics after Keynes. 2. ed., Cambridge: Mass, MIT Press.
- CHICK, V. (1986). The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest. London, University College of London, Discussion Paper, 86-01, 20 p.
- CHICK, V. (1989). The evolution of the banking system and the theory of monetary policy. London, University College of London, Discussion Paper, 89-03, 18 p.
- CHO, Y. J. (1986). Inefficiencies from financial liberalization in the absence of well-functioning equity markets. Journal of Money, Credit and Banking, Columbus, v. 18, n. 2, p. 191-199, may.
- CINTRA, M. A. M. (1993). Uma visão crítica da teoria da repressão financeira. Campinas, UNICAMP/IE, Dissertação de Mestrado.
- COSTA, F. (1991). A formação da taxa de juros no Brasil. Campinas, UNICAMP/IE, Texto para Discussão, n. 2, 39 p.

- COSTA, F. (1992). Ensaio de economia monetária. São Paulo, Bial/Educ. 144 p.
- COSTA, F. (1993a). (Im)propriedades da moeda. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 13, n. 2(50), p. 61-75, abr./jun.
- COSTA, F. (1993b). Inovações financeiras e política monetária. Campinas, UNICAMP/IE, Texto para Discussão n. 19, 23 p.
- COSTA, F. (1993c). Além da hiper-estagflação. Estudos Especiais, CECON, Campinas, UNICAMP/IE, n. 4, mar.
- COSTA, F. et al. (1993). Relatório final de pesquisa sobre política monetária. Campinas, Convênio IPEA-PNUD. 217 p.
- COUTINHO, L. G.; SOUZA, P. R. (1981). Inflação: anotações críticas para o debate. In: Revista de Economia Política, São Paulo, v. 1, n. 4, p. 127-145, out./dez.
- DAVIDSON, P. (1972). Money and the real world. London: MacMillan, 421 p.
- DAVIDSON, P. (1978). Why money matters: lessons from a half-century of monetary theory. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 1, n. 1.
- DAVIDSON, P. (1980). The dual faceted nature of the Keynesian Revolution: money and money wages in unemployment and production flow prices. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 2, n. 3.
- DAVIDSON, P. (1982). International money and the real world. London: MacMillan.
- DAVIDSON, P. (1982-83). Rational expectations: a fallacious foundation for studying crucial decision-making processes. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 5, n. 2, p. 182-198.
- DAVIDSON, P. (1986a). Finance, funding, saving, and investment. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 9, n. 1.
- DAVIDSON, P. (1986b). A Technical definition of uncertainty for economic analysis, mimeo.
- DAVIDSON, P. (1986c). A Post Keynesian view of theories and causes for high real interest rates, mimeo.
- DAVIDSON, P. (1988). Endogenous money, the production process, and inflation analysis. Economie appliquée, Geneve, v. 41, n. 1, p. 151-169.
- DESAI, M. (1989). The scourge of the monetarists: Kaldor on monetarism and on money. In: Lawson, T.; Palma, J. G.; Sender, J.(org.). Kaldor's Political Economy, Great Britain: Academic Press.
- DORNBUSCH, R. (1988). Exchange rates and inflation. MIT Press.
- DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. (1982). Macroeconomia. 2 ed., São Paulo: McGraw-Hill, 673 p.
- DOW, S. (1985). Macroeconomic thought: a methodological approach. New York: Basil Blackwell, 277 p.

- DOW, S. (1986-87). Post Keynesian monetary theory for an open economy. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 9, n. 2, p. 237-257.
- DOW, S. (1988). Money supply endogeneity. Économie Appliquée, Geneve, v. 41, n. 1, p. 19-39.
- DOW, S.; EARL, P. (1984). Methodology and orthodox monetary policy. Économie Appliquée, Geneve, v. 37, n. 1, p. 143-163.
- DOW, A.; DOW, S. (1989). Endogenous money creation and idle balances. In: Pheby, John (ed.) New Directions in Post-Keynesian Economics, England: Edward Elgar.
- DOW, J. C. R.; SAVILLE, I. D. (1990). A critique of monetary policy: theory and British experience. Oxford: Clarendon Press, 259 p.
- DYMSKI, G. A. (1988). A Keynesian theory of bank behavior. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 10, n. 4, p. 499-526.
- DYMSKI, G. A. (1992). A "new view" of the role of banking firms in Keynesian monetary theory. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 14, n. 3, p. 311-320.
- EATWELL, J.; MURRAY, M. (ed.) (1989). Money, The New Palgrave, London: MacMillan, 340 p.
- EICHNER, A. (1976). The megacorp and oligopoly: micro foundations of macro dynamics. Cambridge: Cambridge University Press, 365 p.
- FACTORES MONETARIOS. In: EICHNER, A. (ed.), Economia Postkeynesiana, Madrid: Herman Blume, p. 139-157.
- FARO, C. de (org.) (1991). A economia pós Plano Collor II. Rio de Janeiro, Livros Técnicos e Científicos. 196 p.
- FERREIRA, C. K. L. (1990). Política monetária "ativa" e consistência fiscal: a experiência de 1988/89, Texto para Discussão, IESP/FUNDAP, São Paulo, v. 5, n. 1, 40 p.
- FERREIRA, C. K. L. (1990a). Independência do BC e retrocesso institucional. Folha de S. Paulo, 1/1.
- FERREIRA, C. K. L. (1991). A "privatização" do Banco Central. Folha de S. Paulo, 7/5.
- FERREIRA, C. K. L.; FREITAS, M. C. P. (1989). O mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80. São Paulo, IESP/ FUNDAP, mimeo.
- FERREIRA, C. K. L. (1991). A inoportunidade do Banco Central Independente. Folha de S. Paulo, 4/6.
- FIPE/USP (1990). Bancos múltiplos: coletânea de atos normativos do Banco Central do Brasil. São Paulo, FIPE/USP, mar.
- FISHER, I. (1933). The debt deflations theory of great depressions. Econometrica, 1, p. 337-357, out.

- FISHER, I. (1984). Juro monetário e juro real. In: Teoria do Juro, São Paulo, Abril Cultural (Os Economistas), p. 31-35, (originais de 1930).
- FITZGERALD, E. V. K.; VOS, R. (1989). Financing economic development: a structural approach to monetary policy. Aldershot: Gower, 326 p.
- FORUM GAZETA MERCANTIL (1983). FMI X Brasil - a armadilha da recessão. São Paulo, Gazeta Mercantil.
- FRAGA NETO, A. (1988). Problemas de controle monetário no Brasil. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 8, n. 1(29), p. 71-81, jan./mar.
- FRIEDMAN, M. (1956). The quantity theory of money - a restatement. In: Friedman, M. (ed.), Studies in the quantity theory, Chicago: Chicago University Press, p. 3-21.
- FRIEDMAN, M. (1959). The demand for money: some theoretical and empirical results. Journal of Political Economy, 69, p. 327-357, ago.
- FRIEDMAN, M. (1959a). Statemet on monetary theory and policy. In: Employment, Growth and Prices Levels, Washington, D. C., US Government Printing Office, p. 605-612.
- FRIEDMAN, M. (1970). The present state of monetary theory. reedit. In: Mittra, S. (ed.), Money and banking, theory, analysis and policy, New York: Random House, p. 285.
- FRIEDMAN, M. (1960). The goals and criteria of monetary policy. In: A program for monetary stability. Fordham University Press, cap. 4, p. 77-110.
- FRIEDMAN, M. (1961). The lag in the rffect of monetary policy. Journal of Political Economy, out.
- FRIEDMAN, M. (1964). Note on lag in effect of monetary policy. American Economic Review, set.
- FRIEDMAN, M. (1968). The role of monetary policy. American Economic Review, v. 58, n. 1, p. 1-17, mar.
- FRIEDMAN, M. (1982). Monetary policy: theory and practice. Journal of Money Credit and Banking, v. 14, n. 1, p. 98-118, fev.
- FRIEDMAN, M. (1984). Capitalismo e liberdade. São Paulo, Abril Cultural (Os Economistas). (originais de 1962).
- FRIEDMAN, M. (1985). Inflação e desemprego: a novidade da dimensão política. Literatura Econômica, 793, p. 381-408. (originais de 1976).
- FRIEDMAN, M. (1992). Money mischief: episodes in monetary history. New York: Harcourt Publishers.
- FRIEDMAN, M.; SCHWARTZ, A. (1963). Money and business cycles. The Review of Economics and Statistics, v. 45, n. 1, supplement, p. 32-64.
- FRIEDMAN, M. (1986). Has government any role in money? Journal of Monetary Economics, 17, p. 37-62.

- FRY, M. J. (1982). Models of financially repressed developing economies. World Development, v. 10, n. 9, p. 731-50.
- FRY, M. J. (1988). Money, interest, and banking in economic development. Baltimore, The Johns Hopkins University Press.
- GARCIA, M. G. P. (1993). Moeda indexada, acordo de recompra e combate à inflação. Folha de S. Paulo, 17/3.
- GARCIA, M. G. P. (1993). Os perigos da política monetária. Folha de S. Paulo, 2/4.
- GARCIA, M. G. P. (1993). O controle monetário sob inflação alta. Folha de S. Paulo, 30/05.
- GAZETA MERCANTIL (25/9/92). Relatório Brasil 93 (caderno especial).
- GAZETA MERCANTIL (1/3/93). Os bancos prontos para o que vier.
- GAZETA MERCANTIL (31/3/93). Relatório Os Bancos (caderno especial).
- GAZETA MERCANTIL (24-26/4/93). Caderno Semanal Mercados.
- GOODHART, C. (1984a). Analysis of the determination of the stock of money. In: Monetary Theory and Practice, London: MacMillan Press, p. 182-201.
- GOODHART, C. (1984b). Structural changes in the banking system and the determination of the stock of money. In: Money Theory and Practice, London: MacMillan, p. 146-181.
- GOODHART, C. (1989). Money, information and uncertainty. 2 ed., Cambridge, Mass, MIT Press, 493 p.
- GOODHART, C. (1989a). Has Moore become too horizontal? Journal of Post-Keynesian Economics, Armonk, v. 12, n. 1, p. 29-34.
- GOODHART, C. (1989b). Keynes and monetarism. In: Hill, R. (ed.), Keynes, Money and Monetarism, London: MacMillan.
- GURLEY, J. G. (1970). Liquidity and financial institutions in the postwar economy. In: Mitra, S., Money and banking: theory, analysis, and policy. New York: Random House, p. 91-98. (originais de 1960).
- GURLEY, J.; SHAW, E. (1960). Money in a theory of finance, Washington, D. C.: Brookings, 371 p.
- HEISE, A. (1992). Commercial banks in macroeconomic theory. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 14, n. 3, p. 285-296.
- HICKS, J. (1967). Critical essays in monetary theory. Oxford: Clarendon Press.
- HICKS, J. (1978). Experiência monetária e teoria da moeda. In: Perspectivas Econômicas: ensaios sobre moeda e crescimento, Rio de Janeiro, Zahar, p. 63-121.
- HICKS, J. (1974). The crisis in Keynesian economics. New York: Basic Books, 85 p.

- HUMPHREY, T. H. (1974). The quantity theory of money: its historical evolution and the role in policy debates. Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review, p. 2-19, may/june.
- IESP/FUNDAP (1988). Padrão de financiamento da economia brasileira : considerações sobre o seu reordenamento. São Paulo: IESP/FUNDAP, Relatório de Pesquisa n. 9.
- IESP/FUNDAP (1990). Reforma do sistema financeiro brasileiro - anteprojetos da lei complementar do sistema financeiro. São Paulo: IESP/FUNDAP, Relatório Parcial n. 1.
- IESP/FUNDAP (1992). O Formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado. São Paulo: IESP/FUNDAP, Relatório Final.
- JEANNENEY, S. G. (1982). Pour la politique monétaire: défense d'une mal aimée. Paris, Presses Universitaires de France, 259 p.
- JOHNSON, H. (1990). The monetary approach to balance-of-payments theory. In: Monetarism, Aldershot: Edward Elgar, v. 2, p. 289-309. (originais de 1972).
- KALDOR, N. (1985). The scourge of monetarism. 2 ed., New York: Oxford University Press, 114 p.
- KANDIR, A. (1989). A dinâmica da inflação. São Paulo: Nobel, 180 p.
- KANE, E. (1987). Competitive financial regulation: an international perspective. In: Portes, R. e Swoboda, A. (ed.), Threats to International Financial Stability, Cambridge: Cambridge University Press, p. 111-149.
- KEYNES, J. M. (1971a). A tract on monetary reform. London: Mac Millan, 172 p. (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 4).
- KEYNES, J. M. (1971b). A Treatise on Money. London: MacMillan (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 5 e 6).
- KEYNES, J. M. (1973). The General Theory and after: defence and development. London: MacMillan (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 14).
- KEYNES, J. M. (1978). Activities 1939-45: internal war finance. London: Macmillan (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 22).
- KEYNES, J. M. (1982). Activities 1931-1939: world crisis and policies in Britain and America. London: MacMillan, 632 p. (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 21).
- KEYNES, J. M. (1983). Teoria geral do emprego, do juro e do dinheiro. São Paulo: Abril Cultural (originais de 1936).
- KEYNES, J. M. (1987). Teorias alternativas da taxa de juros. Literatura Econômica, v. 9, n. 2, p. 147-158.
- KREGEL, J. (1984-85). Constraints on the expansion of output: real or monetary? Journal of Post-Keynesian Economics, Armonk, v. 7, n. 2, p. 139-152.
- KREGEL, J. (1986). A note on finance, liquidity, saving and investment. Journal of Post-Keynesian Economics, Armonk, v. 9, n. 1, p. 91-100.

- KRUEGER, A. O. (1983) Exchange rate determination. Cambridge: Cambridge University Press, 215 p.
- LABINI, P. S. (1985). The general Theory: critical reflections suggested by some important problems of our time. In: Vicarelli, F. (ed.) Keynes's Relevance Today. London: Macmillan, p. 126-154.
- LAIDLER, D. (1984). The "buffer stock" notion in monetary economics. Economic Journal, Cambridge, v. 84, supplement, p. 17-34.
- LAIDLER, D. (1989). Dow and Daville's critique of monetary policy - a review essay. Journal of Economic Literature, v. 27, p. 1147-1159, set.
- LEES, F.; BOTTS, J.; CYSNE, R. P. (1990). Banking and financial deepening in Brazil. London: MacMillan, 395 p.
- LÉONARD, J. (1982). Politique monétaire et économie monétaire: unité ou conflit? Economie Appliquée, Genebra, v. 35, n. 3, p. 539-562.
- LEVY-GARBOUA, V.; MAAREK, G. (1982). Les paradigmes monétaires: Keynes, Friedman et les autres. Economie Appliquée, Genebra, v. 35, n. 4, p. 599-642.
- LIMA, L. A. O. (1986). Teoria de uma economia monetária: a análise de Keynes. Campinas, UNICAMP/IE, Tese de Doutorado, 207 p.
- LOPES, C. M. (1987). Crédito, investimentos e endogeneidade da moeda. In: Lopes, C. M. et al., Ensaio de Teoria Pós-Keynesiana, Fortaleza: Ed. Universidade Federal do Ceará.
- McKINNON, R. I. (1974). Dinero y capital en el desarrollo económico. México, D. F., Centro de Estudios Monetários Latinoamericanos (originais de 1973), 219 p.
- McKINNON, R. (1988). Financial liberalization and economic development. International Center of Economic Growth, 45 p.
- MELLER, P. (1989). Revisão de los enfoques teóricos sobre ajuste externo y su relevância para América Latina. In: Eyzaguirre, N. e Valdivia, M. (eds.) Políticas macroeconómicas y brecha externa: América Latina en los años 80. Santiago de Chile, Cepal-Nações Unidas, p. 35-82.
- MELTZER, A. (1990). Controlling money. In: Monetarism, Aldershot: Edward Elgar, v. 2, p. 379-387 (originais de 1969).
- MINSKY, H. (1975). John Maynard Keynes. New York: Columbia University, 181 p.
- MINSKY, H. (1980). Money, financial markets, and the coherence of a market economy. Journal of Post Keynesian Economics, v. 3, n. 1, p. 21-48.
- MINSKY, H. (1982). Can "it" happen again? Armonk: Sharpe, 301 p.
- MINSKY, H. (1986). Stabilizing an unstable economy. New Haven: Yale University Press, 353 p.
- MINSKY, H. Finance and profits: the changing nature of American business cycles. In: Business Cycles and Public Policy 1929-1979, compêndio organizado pela Joint Economic Committee of The United States Congress, mimeo, s/d.

- MINSKY, H. Financial integration and national economic policy, mimeo, s/d.
- MINSKY, H. (1993). Finance and stability: the limits of capitalism. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper n. 93, mimeo, mai.
- MINSKY, H.; FERRI, P. (1984). Prices, employment and profits. Journal of Post Keynesian Economics, v. 6, n. 4, p. 489-499.
- MINSKY, H. (1991). Market processes and thwarting systems. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper n. 64, mimeo, nov.
- MIRANDA, J. C. (1992). Câmbio, juros e fisco: a experiência internacional, Campinas, UNICAMP/IE, Tese de Doutorado, 381 p.
- MOLLO, M. de L. R. (1988). Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky, Revista de Economia Política, São Paulo, v. 8, n. 1, p. 100-122, jan./ mar.
- MOORE, B. (1979). The endogenous money stock. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 2, n. 1, p. 49-70.
- MOORE, B. (1981-82). The endogenous money stock: a reply. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 4, n. 2, p. 306-309.
- MOORE, B. (1983). Unpacking the Post Keynesian black box: bank lending and the money supply. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 5, n. 4, p. 537-556.
- MOORE, B. (1988). Horizontalists and verticalists - the macroeconomics of credit money. Cambridge: Cambridge University Press, 420 p.
- MOORE, B. (1988a). The endogenous money supply. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 10, n. 3, p. 372-385.
- MOORE, B. (1988b). Concluding comments. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 10, n. 3, p. 398-400.
- MOORE, B. (1989). A simple model of bank intermediation. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 12, n. 1, p. 10-28.
- MOORE, B. (1991). Money supply endogeneity: "reserve price setting" or "reserve quantity setting"? Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 13, n. 3, p. 404-413.
- MOORE, B. (1991a). Has the demand for money been mislaid? A reply to: has Moore become too horizontal? In: Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 14, n. 1, p. 125-133.
- MUTH, J. F. (1961). Rational expectations and the theory of price movements. Econometrica, v. 29, n. 3, p. 315-335, jul.
- NIGLE, C. Two reviews of Basil Moore, horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money. Journal of Economic Issues, v. 23, n. 4, p. 1181-1185, dez.

- OLIVEIRA, F. A.; BIASOTO JÚNIOR, G.(orgs.) (1990). A política econômica no limiar da hiperinflação. São Paulo/Campinas, HUCITEC/FECAMP, 226 p.
- PALLEY, T. (1991). Endogenous money supply: consensus and disagreement. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 13, n. 3, p. 397-403.
- PASTORE, A. C. (1991). A reforma monetária do Plano Collor. In: Faro, C. de (org.), Plano Collor: avaliações e perspectivas. Rio de Janeiro, Livros Técnicos e Científicos. (originais 1990).
- PASTORE, A. C. (1990). Inflação e expectativas com a política monetária numa regra de taxa de juros. Revista Brasileira de Economia. Rio de Janeiro, v. 44, n. 4. p. 499-528, out./dez.
- POLLIN, R. (1991). Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 13, n. 3, p. 366-396.
- RÊGO, E. C. (1992). A operacionalidade da política monetária no Brasil no contexto da moeda indexada-1985/1990. Campinas: UNICAMP/IE, Dissertação de Mestrado.
- REMOLONA, E. M. (1992-93). The recent growth of financial derivative markets. Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, winter, p. 28-43.
- RESENDE, A. L. (1992). Sem moeda forte, não se tem nada. Revista Exame, 8/7.
- REVISTA EXAME (5/2/92). Vamos dividir a conta. p. 42-45.
- REVISTA EXAME (5/8/92). O Itaú chega mais perto do Bradesco. p. 32-33.
- REVISTA EXAME (5/8/92). Um nicho de futuro. p. 36-37.
- REVISTA EXAME (28/10/92). Ter renda é o que interessa. p. 76-78.
- REVISTA EXAME (28/10/92). O estilo country dá o tom no mercado.
- ROGERS, C. (1989). Money, interest and capital. Cambridge: Cambridge University Press, 317 p.
- RONCI, M. (1993). Uma constituição monetária para o Brasil. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro, p. 41-44, fev.
- ROUSSEAS, S. W. (1986). Post keynesian Monetary Economics. Basingstoke: MacMillan, 126 p.
- SARNO, P. (1993). O comportamento das instituições bancárias: implicações para a política monetária. Niterói: Universidade Federal Fluminense, Departamento de Economia, Dissertação de Mestrado.
- SHAW, E. (1973). Financial deepening in economic development. Oxford: Oxford University Press.
- SHAW, G. K. (1988). Keynesian economics: the permanent revolution. Aldershot: Edward Elgar, 155 p.
- SCHUMPETER, J. (1964). História da análise econômica. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, v. 3.

- SILVA, L. A. S. (1989). Análise de desempenho do setor bancário. São Paulo, IESP/FUNDAP.
- SILVA, L. A. S. (1989a). A teoria quantitativa da moeda e a política monetária. Campinas, UNICAMP/IE, Tese de Doutorado.
- SMITH, V. C. (1990). The rationale of central banking and the free banking alternative. Indianapolis: Liberty Press. (originais de 1936).
- STUDART, R. (1993). O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. Revista de Economia Política. São Paulo, v. 13, n. 1 (49), p. 101-118, jan./mar.
- SUZIGAN, W. (1989). Estratégia e desenvolvimento de C&T nas empresas privadas nacionais. Campinas, Relatório de Pesquisa.
- SWEENEY, R. J. (1988). Wealth effects and monetary theory. New York: Basil Blackwell, 329 p.
- TAVARES, M. da C. (1978). Ciclo e crise: o movimento recente da industrialização brasileira. Rio de Janeiro, UFRJ/FEA, Tese Titular, 196 p.
- TAVARES, M. da C. (1993). Las políticas de ajuste de Brasil: los limites de la resistencia. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D. C., mimeo, jan.
- TAVARES, M. da C.; ASSIS, J. C. (1985). O grande salto para o caos. Rio de Janeiro: Zahar, 107 p.
- TAVARES, M. da C.; BELLUZZO, L. G. (1986). Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea. In: Rêgo, J. M. (org.), inflação inercial, teorias sobre inflação e o Plano Cruzado, Rio de Janeiro: Paz e Terra, p. 47-71.
- TEIXEIRA, N. G. (1985). O sistema bancário brasileiro e suas transformações frente à crise atual. Campinas, UNICAMP/IE, Tese de Doutorado.
- VILLAREAL, R. (1984). A contra-revolução monetarista: teoria, política econômica e ideologia do neoliberalismo. Rio de Janeiro: Record.
- WEINTRAUB, S.; DAVIDSON, P. (1983). Money as cause and effect. In: Weintraub, S., Keynes, Keynesians and Monetarists, Philadelphia: University of Pennsylvania Press, p. 139-160.
- WICKSELL, K. (1990). The influence of the rate of interest on prices. In: Monetarism, Aldershot: Edward Elgar, v. 1, p. 35-42. (originais de 1907).
- WRAY, L. R. (1989). Two reviews of Basil Moore, horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money. Journal of Economic Issues, v. 23, n. 4, p. 1185-1189, dez.
- WRAY, L. R. (1990). Money and credit in capitalist economies - the endogenous money approach. England: Edward Elgar.
- WRAY, L. R. (1992). Commercial banks, the Central Bank, and endogenous money. Journal of Post Keynesian Economics, v. 14, n. 3, p. 297-310.
- ZINI JR., A. (1993). Taxa de câmbio e política cambial no Brasil. São Paulo, EDUSP, 192 p.

ZYSMAN, J.(1983). Governments, markets, and growth: financial systems and the politics of industrial change. London: Cornell University, 358 p.

FONTES ESTATÍSTICAS

Boletim do Banco Central, BACEN, Brasília, D. F.

Boletim Mensal do Banco Central, BACEN, Brasília, D. F.

Brasil Programa Econômico, Brasília, D. F., Departamento Econômico do Banco Central do Brasil.

Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro, FGV.

Estatísticas Básicas do Mercado Financeiro e de Capitais, BACEN, DINOR/DEASF, Brasília, D. F.

Gazeta Mercantil.

Indicadores/IESP, São Paulo, IESP/FUNDAP.

Notas Para a Imprensa, BACEN, Brasília, D. F.

Relatórios do Banco Central do Brasil, BACEN, Brasília, D. F., anos 1988, 1989, 1990 e 1991.