

TCC/UNICAMP
Se24r
IE/2706



1290002706



IE
TCC/UNICAMP Se24r

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS - UNICAMP

Regime de Metas de Inflação: Uma crítica pós-keynesiana.

Nome: Caio Vinícius de Araújo Seconelo

Orientadora: Profa Dra Simone de Deus

Campinas, dezembro de 2005.

CEDOC/IE

SUMÁRIO

Introdução.....	3
1. “The Role of Monetary Policy”	5
1.1. Dr Jekyll and Mr. Hyde	6
1.2. Baixa Inflação e a necessidade de uma nova Âncora Nominal	11
1.3. “Discrição restringida”	14
1.4. Transparência e comprometimento da autoridade monetária	16
1.5. Flexibilidade com responsabilidade	17
2. A endogeneidade da oferta de moeda.....	19
2.1. Sobre a natureza da oferta da moeda: “horizontalistas” e “estruturalistas”	21
2.1.1. “Horizontalistas”	21
2.1.2. “Estruturalistas”	25
3. A visão pós-keynesiana da inflação e a crítica ao RMI.....	31
3.1. Breve inserção sobre a visão pós-keynesiana das causas da inflação	31
3.2. Aspectos da crítica pós-keynesiana ao RMI	34
3.2.1. Moeda endógena	35
3.2.2 O tratamento do processo inflacionário	38
3.2.3.Taxa de juros e canais de transmissão da política monetária	41
3.2.4. A (não)neutralidade da moeda	44
4. Conclusão	47
Bibliografia.....	53

Introdução

O regime de metas de inflação vem sendo apresentado como sendo a “melhor” e por vezes “única” forma de política monetária eficiente. Concentrando a atenção da autoridade monetária sobre a evolução dos preços, a política monetária estaria realizando o seu papel por excelência, a saber, a manutenção da estabilidade de preços a longo prazo. Até 2003, esta forma de conduzir a política monetária foi adotada explicitamente por 22 países¹ (Farhi, 2004).

O intuito deste trabalho é avaliar criticamente os pressupostos que sustentam o referido regime e, a partir desta análise, traçar algumas observações sobre a condução do regime de metas no Brasil, adotado em 1999. Partindo das contribuições de autores pós-keynesianos², no tocante principalmente às origens da oferta monetária e do processo inflacionário, pretendemos mostrar como a visão teórica do regime de metas de inflação desconsidera importantes aspectos de nossa economia. Tal “descaso” tem contribuído não só para um desempenho pífio desta, como, também, ensejado importantes distorções nos incentivos ao investimento, pois a política monetária tem nos colocado no topo do *ranking* mundial quanto às taxas reais de juros.

No capítulo 1, faremos uma breve exposição dos pressupostos que sustentam o regime de metas de inflação. Através das contribuições de Friedman (1968) e de Bernanke et al. (1999), podemos compreender porque se enfatiza tanto a utilização desta forma de condução da política monetária, como a “única” forma eficiente e até mesmo desejada que esse instrumento de política econômica pode assumir. Compete para esta conclusão o fato de que a política monetária seria ineficiente ao tentar estimular variáveis reais (produto e emprego) no longo prazo, sendo seu papel, por excelência, a garantia da estabilidade de preços da economia.

Ao considerarmos o fato de que a oferta de moeda na economia é função eminentemente da demanda por crédito, derivada de variações da renda, levantamos importantes aspectos no tocante a

¹ África do Sul, Austrália, Brasil, Canadá, Chile, Colômbia, Coréia, Filipinas, Hungria, Inglaterra, Islândia, Israel, México, Nova Zelândia, Noruega, Peru, Polônia, República Checa, Suécia, Tailândia e Turquia.

² As contribuições as quais nos referimos aqui estão sumarizadas em três obras principais: Fiocca (2000), Arestis and Sawyer (2003) e Fontana and Palacio-Vera (2002).

capacidade que a autoridade monetária tem de influir sobre as decisões de gasto dos agentes. Em última instância, o papel mais importante na oferta de crédito é aquele exercido pelas firmas bancárias, quando estas tentam alcançar seu lucro potencial, e é sobre este comportamento que deve ater-se o Banco Central quando interessado em influenciar a demanda por crédito (e, daí decorrente, a demanda agregada). A teoria da oferta endógena da moeda é apresentada, no capítulo 2, através das contribuições de Basil Moore (1988), Nicolas Kaldor (1985) e Randall Wray (1990) sumarizadas em Fiocca (2000).

O capítulo 3 é dedicado à crítica pós-keynesiana ao regime de metas inflacionárias. Iniciamos por fazer uma breve exposição da teoria das causas da inflação (Sicsú, 2003) para, em seguida, através das contribuições, principalmente, de Fontana and Palacio-Vera (2002) e de Arestis and Sawyer (2003) traçarmos um panorama que pretende unificar os lados monetário e real da economia, antes “separados” pelo *mainstream* no capítulo 1.

Fechamos o trabalho com duas breves considerações a respeito da condução do regime de metas de inflação no Brasil. A utilização da taxa de juros como único instrumento de política monetária, desconsidera as especificidades da estrutura de formação de preços no país e as implicações/possibilidades da política de crédito que vem sendo executada desde o final de 2003. Às expensas da política fiscal, a taxa de juros vem também ensejando desenvolvimentos pífios do produto através de forte distorção dos incentivos ao investimento.

1. “The Role of Monetary Policy”

O título deste capítulo faz referência explícita ao famoso artigo de Milton Friedman de 1968 publicado no *The American Economic Review* e no qual o fundador da nova escola Monetarista, também conhecida como “Escola de Chicago”, explicita suas teses acerca do que entende ser os verdadeiros propósitos da política monetária. Tal título é bastante propício quando desejamos fazer uma imersão nos fundamentos teóricos que sustentam o Regime de Metas de Inflação (RMI), pois subjaz a estes uma compreensão específica da política monetária, em particular, a visão de que a longo prazo sua função não deve ser outra além da de garantir a estabilidade dos preços.

Adotei como fonte básica para a apresentação dos fundamentos teóricos do RMI o recente clássico *Inflation Targeting – Lessons from the international experience* (Bernanke et al., 1999). Muito do que será exposto neste capítulo vem já há alguns anos sendo reiterado e debatido por Bernanke e outros autores novo-keynesianos, atualmente os mais famosos defensores dessa proposta de condução da política monetária e creio, também, seus teóricos mais importantes. Na referida obra, esforçaram-se para analisar e comparar diversas experiências nacionais em busca da confirmação de alguns elementos gerais a favor do regime de metas, fundamentados por uma já relativamente extensa documentação teórica.

A fim de apresentar de forma relativamente completa a visão do *mainstream* sobre o RMI, faço também neste capítulo uma exposição breve de como estes fundamentos teóricos norteiam sua operacionalização quando partimos para avaliar quais deveriam ser as atitudes esperadas da autoridade monetária quando esta adota explicitamente esta abordagem de política.

Entenderemos melhor a verdadeira dimensão do RMI se nos detivermos um pouco sobre cada elemento constituinte desta proposição de política monetária. Como Mishkin (2000, p. 1) bem sumarizou, o RMI é uma estratégia que abrange 5 elementos:

- I) O anúncio público de metas numéricas de médio prazo para a inflação;

- II) Comprometimento institucional da política monetária com a estabilidade de preços, à qual, outros objetivos devem ser subordinados;
- III) Utilizar todas as informações e instrumentos pertinentes quando da definição instrumental da “estratégia” de política a ser implementada e não utilizar-se somente dos agregados monetários ou da taxa de câmbio;
- IV) Transparência da “estratégia” de política monetária adotada, através de constante comunicação com o público e com os “mercados” a respeito dos “planos”, objetivos e das decisões da autoridade monetária;
- V) À autoridade monetária cabe o dever de buscar o cumprimento da meta estabelecida e, para isto, esta dispõe irrestritamente de seus instrumentos de ação.

Avaliaremos cada um destes pontos em maior detalhe.

1.1. Dr Jekyll and Mr. Hyde

O comprometimento explícito da política monetária com a estabilidade de preços a longo prazo (item II) não implica, segundo os teóricos do RMI, que a política monetária deva ser passiva, no sentido de que deva prescindir, quando da determinação de seus instrumentos de política, da utilização de indicadores que avaliam a evolução de variáveis que compõe o chamado lado real da economia, como, por exemplo, a evolução dos indicadores de desemprego e de produto. É explícita, no entanto, sua contraposição ao ativismo monetário de 30 anos atrás, no qual a política monetária era também utilizada para amenizar flutuações cíclicas adversas de forma a manter a economia sempre próxima de sua posição de “pleno emprego”.

A magnitude da recessão de 1973-74 e também a da recessão de 1981-82, bem como a elevação do patamar inflacionário em vários países, são explicadas por um grande grupo de economistas como resultantes, em boa medida, do uso de políticas discricionárias no intuito de debelar imediatamente desenvolvimentos negativos de curto prazo. Desde o início dos anos 60, influenciados pelos resultados da Curva de Phillips, os economistas propuseram e implementaram políticas expansionistas *keynesianas* como forma de salvaguardar os benefícios do “pleno emprego”. O fim do sistema de Bretton Woods, em 1973, alterou significativamente o padrão de regulação da economia e também o funcionamento dos mecanismos de transmissão das políticas econômicas. Esse fato, aliado aos

choques do petróleo, colocou os economistas e *policy makers* diante de uma situação completamente nova e com a qual tiveram dificuldade em lidar.

No tratamento das recessões mencionadas no parágrafo anterior, a política monetária foi utilizada discricionariamente no intuito de corrigir os desequilíbrios emergentes. Elevações de juros tiveram seu lugar principalmente no intuito de debelar a inflação crescente e isso ensejou crises em muitos setores da economia (Bernanke et al., 1999). Em geral, a crença de que políticas discricionárias poderiam ser eficientes para amenizar as flutuações de curto prazo da economia ruiu entre os economistas do *mainstream*. Em contraste, estabeleceu-se, no tocante à política monetária, o crescente consenso de que esta deveria ater-se à busca da estabilidade dos preços no longo prazo.

Nos meios acadêmicos, três teses “mais recentes” nortearam o destino da política monetária, no sentido de definir o que ela pode ou não fazer: (1) a crítica de Milton Friedman sobre as respostas das variáveis econômicas reais aos estímulos monetários; (2) a desconstrução, também por Friedman, da chamada Curva de Philips “original”; e, por último, (3) o crescente entendimento de que a credibilidade da autoridade monetária é essencial para o bom desempenho da política monetária.

Em seu livro *A Monetary History of The United States 1867-1960 (1963)*, em co-autoria com Anna Schwartz, Friedman afirma que a política monetária pode estimular de maneira surpreendente as variáveis reais, isto é, o estímulo monetário de fato pode fazer com que a economia opere em pleno emprego ou próximo a ele por determinado período de tempo. Friedman, no entanto, salienta que há uma componente chave, muitas vezes ignorada, quando se utilizam instrumentos de política monetária: a defasagem necessária para que o estímulo tenha efeito.

Em seu estudo, Friedman afirma que é impossível prever o *gap* temporal, uma vez que este é variável e que, portanto, medidas tomadas em um determinado período, decididas levando-se em consideração os acontecimentos correntes, podem vir a ter seus efeitos refletidos em um período futuro sobre o qual as decisões antes tomadas seriam indesejáveis, pois poderiam desencadear eventos negativos, contribuindo para que a economia passe novamente por desequilíbrios. Dessa forma, o ativismo monetário seria indesejado, já que a política monetária não pode ser utilizada com precisão.

O segundo argumento a depor contra políticas monetárias ativas, deriva do questionamento aos resultados da Curva de Phillips. Durante algum tempo, havia, entre os economistas, uma razoável aceitação de que havia um *trade-off* entre desemprego e inflação, mesmo no longo prazo. Em outras palavras, de que ao aceitar um pouco mais de inflação poderia se conseguir taxas menores de desemprego. Essa relação entre desemprego e inflação – originalmente entre taxa de salários e desemprego – foi apresentada pelos estudos empíricos de um economista neozelandês chamado A. W. Phillips, em 1958, motivo pelo qual esta relação empírica ficou conhecida como Curva de Phillips³.

A Curva de Phillips foi, durante a década de 60, um dos pilares que suportavam políticas econômicas ativas, pois mesmo que houvesse um aumento do nível de preços decorrente de políticas expansionistas, a contrapartida em aumento do número de empregos acabaria justificando esta distorção.

Em 1968 Friedman desmonta, teoricamente, os pressupostos nos quais se assentava a Curva de Phillips e reitera sua posição anterior de que, quando se trata de estimular o lado real da economia, a política monetária não é o instrumento adequado. Como já foi dito, Friedman em nenhum momento pretende que a política monetária seja incapaz de impactar variáveis reais. No seu artigo cujo nome tomamos emprestado para denominar o presente capítulo, Friedman simplesmente pretende estabelecer o que a política monetária pode e o que ela não pode fazer.

Embora admita que a relação entre inflação e desemprego expressa pela Curva de Phillips seja original, Friedman reitera que a sua “livre” interpretação pode levar a um erro básico. Ao analisar a relação entre desemprego e inflação, deve-se dispensar especial atenção à distinção entre variáveis reais e nominais (em especial, aos salários real e nominal). Friedman explicita sua crítica da seguinte forma:

“Let us assume that the monetary authority tries to peg the “market” rate of unemployment at a level below the “natural” rate. For definiteness, suppose that it takes 3 per cent as the target rate and that the “natural” rate is higher than 3 per cent. Suppose also that we start out at a time when prices have been stable and when unemployment is higher than 3 per cent. Accordingly, the authority increases the rate of monetary growth. This will be expansionary.

³ A “noção” da relação inversa entre desemprego e inflação é muito anterior ao trabalho de Phillips, podendo ser encontrada, por exemplo, em Hume (1752), Thornton (1802) e Mill (1833). Cabe a Phillips, no entanto, a formalização estatística (reta de regressão) desta relação amplamente estabelecida.

By making nominal cash balances higher than people desire, it will tend initially to lower interest rates and in this and other ways to stimulate spending. Income and spending will start to rise.

To begin with, much or most of the rise in income will take the form of an increase in output and employment rather than in prices. People have been expecting prices to be stable, and prices and wages have been set for some time in the future on that basis. It takes time for people to adjust to a new state of demand. Producers will tend to react to the initial expansion in aggregate demand by increasing output, employees, by working longer hours, and the unemployed, by taking jobs now offered at former nominal wages. This much is pretty standard doctrine.

But it describes only the initial effects. Because selling prices of products typically respond to an unanticipated rise in nominal demand faster than prices of factors of production, real wages received have gone down – though real wages anticipated by employees went up, since employees implicitly evaluated the wages offered at the earlier price level. Indeed, the simultaneous fall ex post in real wages to employers and the rise ex ante in real wages to employees is what enabled employment to increase. But the decline ex post in real wages will soon come to affect anticipations. Employees will start to reckon on rising prices of the things they buy and to demand higher nominal wages for the future, “Market” unemployment is below the “natural” level. There is an excess demand for labor so real wages will tend to rise toward their initial level.”(Friedman, 1968, pp. 9-10)

A percepção de que os salários reais não se elevaram reverterá o declínio da taxa de desemprego e inclusive restabelecerá o nível de desemprego anterior. Concluindo sua argumentação Friedman afirma a inexistência de *trade-off* permanente entre desemprego e inflação. Haveria apenas um *trade-off* de curto prazo. Poder-se-ia, por algum tempo, administrar uma taxa crescente de inflação com níveis de emprego constantes, mas acima do “nível de equilíbrio”, já que o que possibilita a diminuição do desemprego é a existência de inflação *não antecipada* e não de inflação elevada. Tal situação é, no entanto, indesejada e insustentável. No longo prazo, para Friedman, a Curva de Phillips seria vertical.

Friedman sustenta que a política monetária deveria, acima de tudo, “prevent money itself from being a major source of economic disturbance” (Friedman, 1968, p.12), ou seja, a política monetária deve cuidar apenas da estabilidade da economia e não deve se aventurar na tentativa de influenciar variáveis reais.

O terceiro argumento quanto à ineficiência de políticas monetárias ativas é o chamado *problema da inconsistência temporal de políticas*, no nosso caso, inconsistência temporal da política monetária.

Apresentado formalmente em 1977 por Finn Kydland e Edward Prescott e posteriormente aprofundado por Calvo (1978) e Barro e Gordon (1983a e 1983b), o problema da inconsistência temporal da política monetária é uma crítica à Teoria Quantitativa da Política Econômica (TQPE) inspirada em Tinbergen (1952 e 1967). Segundo a TQPE a problemática do *policy maker* é, através da teoria do controle ótimo⁴, definir os instrumentos de política monetária com o intuito de maximizar uma determinada função de bem-estar social ou, alternativamente, minimizar sua função de perdas. Neste modelo, inflação e desemprego são males que devem ser minimizados para que se alcancem níveis maiores de bem-estar.

A crítica formal de Kydland e Prescott (1977) aponta para a incompatibilidade entre a teoria do controle ótimo e a *teoria das expectativas racionais*. Segundo estes autores, as *expectativas adaptativas*, base “expectacional” sobre a qual se assenta a teoria do controle ótimo, não são suficientes para a descrição do comportamento dos agentes econômicos: estes, “*em vez de olharem somente o passado, realizam algum tipo de previsão, incorporando em suas funções de reação expectativas quanto aos valores futuros das mesmas variáveis.*” (Modenesi, 2005, p.165)

A utilização de expectativas racionais implica que os agentes antecipam as decisões do *policy maker*. Desta forma não seria possível otimizar a função-objetivo da política monetária utilizando políticas discricionárias (ativas).

O termo *inconsistência temporal* se refere ao fato de que, atuando discricionariamente, a autoridade monetária estaria revisando constantemente a política monetária: um determinado arranjo ótimo dos instrumentos de política monetária no momento t_0 deixa de o ser no momento t_1 , fazendo com que a política monetária antes anunciada deixe de ter validade, acarretando perda de sua credibilidade.

⁴ A Teoria do Controle Ótimo é uma teoria de otimização intertemporal; para uma abordagem introdutória ver Intriligator (1971, cap. 11).

Para o nosso trabalho importa que a autoridade monetária exploraria, sempre que desejasse, o *trade-off* de curto prazo expresso na Curva de Phillips: elevaria o nível de emprego através de um aumento dos preços. Tal *viés inflacionário* da política monetária decorreria tanto da concepção de inflação e desemprego (principalmente este) como males bem como do chamado ciclo econômico-político, segundo o qual, haveria ingerência política sobre a autoridade monetária no sentido de que esta deveria estabelecer políticas menos restritivas em anos eleitorais de forma a estimular a economia e facilitar a manutenção, no governo, do candidato da situação.

Rigorosamente, esse último argumento não se refere tanto à ineficiência de políticas monetárias ativas, mas está estreitamente relacionado ao debate sobre se a condução da política monetária deve-se seguir através de uma regra ou ser discricionária, debate no qual também está inscrito o RMI e ao qual nos ateremos mais tarde.

Em suma, a política monetária ativa com objetivos de agir anti-ciclicamente sobre as variáveis reais seria indesejável, pois: (1) seus efeitos sobre produto e emprego têm temporalidade incerta e variável; (2) não há *trade-off* no longo prazo entre desemprego e inflação; e, por último, (3) as autoridades monetárias trabalham com viés inflacionário já que políticas expansionistas são mais populares. Ao restringir sua esfera de ação ao comprometimento com o controle do nível de preços, a autoridade monetária estaria, para os economistas do *mainstream*, simplesmente se adequando ao papel que lhe é destinado em uma economia capitalista.

1.2. Baixa Inflação e a necessidade de uma nova Âncora Nominal

Bernanke et al. (1999), citam mais dois bons motivos pelos quais é justificável que a política monetária tenha a estabilização a longo prazo do nível de preços como seu objetivo principal. Um deles é o reconhecimento de que inflação elevada (acima de 10% ao ano) é prejudicial ao sistema econômico; o outro é que, na ausência de um regime de câmbio fixo ou na ausência de um padrão monetário internacional mais “rígido”, como o padrão ouro, ou mesmo o padrão dólar-ouro, a necessidade de que a economia tenha como referência um padrão no qual apoiar a formação de expectativas referentes ao comportamento dos preços é fundamental. Daí a ênfase no RMI como provedor de uma nova âncora.

Se há um consenso crescente entre os economistas, sobretudo no *mainstream*, de que a inflação deve se manter em níveis relativamente baixos, há dissenso, no entanto, quanto à determinação deste nível ótimo⁵. A experiência internacional tem mostrado que as autoridades monetárias focam, para o longo prazo, taxas de inflação abaixo de 8%. Não se busca, no entanto, o nível de estabilidade “pura” de preços, ou seja, inflação nula. Pode-se inferir que esse nível ótimo varie entre 2% e 7%, dependendo das conjunturas econômicas de cada país.

Bernanke et al. (1999) afirmam que períodos de inflação elevada em vários países serviram para que se construísse um consenso contra a inflação, já que a alta constante do nível de preços leva a distorções, como expansão demasiada do setor financeiro, fragilidade e suscetibilidade crescentes a crises financeiras, funcionamento débil dos sistemas produtivos e do mercado de trabalho, custos referentes à constante remarcação de preços (os chamados custos de menu) e, por último, mas não menos preocupante, efeitos negativos sobre a distribuição de renda na economia.

Os autores argumentam que em um ambiente cuja inflação é elevada e crescente, os agentes tendem a destinar boa parcela de sua renda na procura por instrumentos que lhes permitam alguma proteção quanto à aceleração da perda de seu poder de compra. Neste ambiente, o sistema financeiro entra como principal provedor de tais alternativas, o que acarreta maior dominação por este setor dos canais de fluxo de recursos para a economia, além aumentar a fragilidade do sistema como um todo, pois haveria excessiva concentração de recursos investidos em ativos não reprodutíveis. Isso diminuiria paulatinamente a base material (real) sobre a qual se erige o sistema econômico, comprometendo a economia cada vez mais. O cálculo capitalista prospectivo, em um ambiente de crescente inflação, também se encontra comprometido, já que é demasiadamente difícil ajustar as expectativas de retorno futuro. O mesmo aconteceria no mercado de trabalho, onde os trabalhadores não têm certeza de qual será o seu poder de compra real, já que não conseguem acompanhar a variabilidade dos preços relativos. Pior talvez fossem as distorções ensejadas pela inflação sobre a distribuição de renda: os mais ricos podem se proteger utilizando instrumentos financeiros, enquanto os mais pobres assistem à deterioração de seu poder de compra a cada dia, pois não dispõem das mesmas condições de acesso aos instrumentos financeiros que os ricos.

⁵ Ver Sarel (1996), Judson and Orphanides (1996) e Hess and Morris (1996).

A partir dessa avaliação, concluem os autores que o RMI propiciaria à política monetária a eficácia necessária a um objetivo primordial nas instâncias do sistema capitalista, qual seja, a manutenção dos preços em patamares compatíveis com a reprodução “natural” da economia, aquela condizente com o desenvolvimento das produtividades do trabalho e do capital.

A necessidade de prover a economia com uma âncora nominal é, para os teóricos do RMI, derivada eminentemente da evolução de um sistema de preços que se apóia na utilização de moeda fiduciária como unidade de conta:

“With paper money intrinsically almost worthless, what then determines whether a loaf of bread is worth one dollar or three dollars? The short answer, sweeping a lot of complications under the rug, is that in a paper-money system there is a need for some additional constraint on monetary policy, called a nominal anchor, to tie down the price level to a specific value at a given time. A nominal anchor can take the form of a quantity constraint, such as a limit on the amount of paper money that can be put into circulation; or of a price constraint, which legally fixes the value of the paper money in terms of some good or asset (such as gold or a foreign currency). Both types have been used, and both can ensure that the economy’s price level takes a well determined, specific value, despite the fact that paper money itself is intrinsically nearly worthless.” (Bernanke et al., 1999, pp. 19-20)

Para os teóricos do RMI, seria possível conduzir a política monetária sem o estabelecimento prévio de uma âncora nominal. Porém, pode-se expor a economia a riscos demasiados. A ilustração apresentada por Bernanke et al. (1999) justificando essa preocupação é uma situação hipotética em que, por algum motivo, há um aumento repentino nas expectativas inflacionárias dos agentes. Tal estado de expectativas impõe um dilema à política monetária. Se a autoridade monetária acomoda a pressão altista, conduzindo uma política expansionista de forma que as expectativas iniciais se mostram corretas, além do aumento do nível de preços permitido há também o consentimento implícito de que nada pode ser feito para impedir o avanço inflacionário. Se, por outro lado, a autoridade monetária conduz sua política de forma demasiadamente conservadora, aumentando, por exemplo, a taxa de juros acima do que seria necessário, há o risco de ensejar uma recessão, aumentando o desemprego e contribuindo negativamente para a formação de expectativas para os períodos posteriores.

A ausência de uma âncora nominal potencializa as causas diversas de estímulos inflacionários, já que não há parâmetros sobre os quais os agentes possam formar expectativas sobre os preços que sejam minimamente coerentes entre si, o que impõe maiores dificuldades na predição dos desdobramentos macroeconômicos decorrentes da política adotada. Conseqüentemente, a própria viabilidade de continuação desta política passa a ser questionada.

Com o que foi exposto até aqui, podemos justificar a ênfase que os teóricos do RMI dedicam ao comprometimento da política monetária em seu objetivo explícito de salvaguardar a estabilidade dos preços a longo prazo. Essa moldura⁶, o RMI, focaliza a política monetária no que ela poderia “de fato” fazer: garantir à economia as benesses da baixa inflação e estabelecer um parâmetro comum aos quais os agentes podem se apegar quando de sua formação de expectativas sobre preços, colaborando para a eficiência das políticas macroeconômicas e para o desempenho da economia.

1.3. “Discrição restringida”

Argumentar que políticas monetárias ativas, “respondendo” ao desempenho das variáveis reais, não são eficientes é, aparentemente, posicionar-se contra a utilização de discricionariedade na condução da política monetária. Discricionariedade é a possibilidade de dispor arbitrariamente dos instrumentos de política (por exemplo, da taxa de juros de curto prazo) de forma a responder a um ambiente mutante. Dessa forma, política discricionária é o oposto de política guiada por regras. Estas são conduzidas para atingir metas previamente determinadas, e os instrumentos devem ser utilizados (obstinadamente) para tanto.

Os teóricos do RMI, contudo, postulam que sua proposta difere em muito da simples condução da política monetária através de uma regra, mesmo que, aparentemente, o estabelecimento prévio de uma meta para o nível de preços contrarie esta percepção. Para eles, o regime de metas de inflação deve ser entendido (e conduzido) como um conjunto de indicações para nortear a condução da política monetária no alcance do que seria factível e desejável a esta: a estabilidade de preços. Neste sentido o RMI compreenderia:

⁶ *Framework*, como utilizam Bernanke et al. (1999).

“An information inclusive strategy in which many variables, and not just monetary aggregates or the exchange rate, are used for deciding the setting of policy instruments.” (Mishkin, 2000, p. 1).

Segundo Bernanke et al. (1999), o RMI propiciaria um direcionamento à política monetária que permitiria à autoridade monetária a utilização do que eles chamam de “discrição restringida”. Não haveria previamente o estabelecimento de instrumentos, embora haja revelada preferência pela utilização da taxa de juros de curto prazo como instrumento principal no controle dos preços. Além disso, é patente em toda a literatura analisada a respeito do RMI que a autoridade monetária deve-se munir de todas as informações possíveis no momento de determinar a taxa de juros, o que implica que esta também possa ser ajustada levando-se em conta os desenvolvimentos do mercado de trabalho, as flutuações cambiais, o desempenho do produto e outros fenômenos de curto-prazo. Assim o RMI “is very much a ‘look at everything strategy’, albeit with a focused goal” (Bernanke et al., 1999, p 22).

Esta “discrição restringida” também deve ser considerada quando referente aos condicionantes da meta de inflação estabelecida, ou especificamente, ao estabelecimento das cláusulas que configuram o regime em si. Podemos citar como alguns exemplos de cláusulas acessórias para o estabelecimento de uma meta de inflação, os seguintes: cláusulas de escape por ocasião de choques adversos (por ocasião de choques inflacionários fortes pode-se afrouxar a meta para o exercício vigente); um intervalo para a meta ao invés de meta pontual; o período em que a meta deve ser considerada (semestralmente, anualmente ou maior que um ano); a própria composição do índice de inflação estabelecido como meta.

Estes são todos também exemplos de “discrição restringida” que não devem ser negligenciados. Haveria uma relativa flexibilidade para se estabelecer respostas a desenvolvimentos imediatos de curto prazo sem que se perca o objetivo da estabilidade de preços. Sem que se perca, portanto, a perspectiva de longo prazo.

Salientamos, no entanto, que não é um comprometimento sem riscos. Especial atenção deve ser dispensada às especificidades da economia para que os parâmetros de meta sejam coerentes e factíveis. Mesmo assim, há o perigo de que a utilização de determinada flexibilidade do arranjo seja interpretada

como ausência de fibra moral por parte da autoridade monetária, causando-lhe perda de credibilidade⁷ e até mesmo comprometendo-lhe os resultados.

1.4. Transparência e comprometimento da autoridade monetária

Compreendemos já o aspecto mais importante da teoria que suporta o RMI: a estabilidade de preços deve ser o principal alvo da política monetária. O último aspecto a ser abordado abrange os três elementos faltantes da descrição de Mishkin (2000, p. 1) sobre esse enfoque de política, a saber:

- 1) “O anúncio público de metas numéricas de médio prazo para inflação.”
- 2) “Transparência da “estratégia” de política monetária adotada, através de constante comunicação com o público e com os “mercados” a respeito dos “planos”, objetivos e das decisões da autoridade monetária”;
- 3) “À autoridade monetária cabe o dever de buscar o cumprimento da meta estabelecida e para isto, esta dispõe irrestritamente de seus instrumentos de ação”.

Percebe-se que todos estão relacionados ao posicionamento da autoridade monetária perante os agentes econômicos. Como exposto anteriormente pelo chamado *Problema da Inconsistência Temporal* da política monetária, haveria um incentivo inerente para que a autoridade monetária atuasse discricionariamente, com o intuito de influenciar favoravelmente os níveis de emprego e produto da economia. Uma das variáveis chave para o bom funcionamento do RMI, é o comprometimento explícito da autoridade monetária com o cumprimento da meta, ou seja, com a estabilidade de preços definida dentro dos parâmetros propostos pelo regime.

O anúncio público da meta de inflação para um determinado período de tempo estimularia os agentes a serem também fiscalizadores da atuação da autoridade monetária já que, diferentemente de uma meta de crescimento de agregados monetários, a evolução de um índice geral de preços é relativamente simples tanto de ser observada como de compreendida.

⁷ “Credibilidade tem um significado básico: uma regra ou um objetivo não será crível se existem, na avaliação dos agentes privados, incentivos ao rompimento da regra ou possibilidades de não cumprimento de um objetivo preestabelecido. (...) credibilidade é o oposto de flexibilidade.” (Sicsú, 2002, p. 705).

Como deveria haver um esforço constante em melhorar o canal de comunicação entre a autoridade monetária e o público, seria essencial a elaboração de relatórios periódicos sobre o comportamento da inflação, bem como a respeito das ações que a autoridade monetária pretende tomar e quais as suas expectativas quanto a estas ações. Seria importante esclarecer o público quanto aos efeitos dos instrumentos de política monetária, buscando ensejar uma convergência mais rápida das expectativas dos agentes para as metas estabelecidas. A coordenação das expectativas é o caminho mais rápido e menos custoso para o atingimento da meta.

Todo esse aparato⁸ busca impedir ações inconsistentes da autoridade monetária, bem como permitir a esta uma coordenação melhor das expectativas individuais quanto aos resultados de sua política, potencializando a sua ação na medida em que sua credibilidade aumenta a cada meta cumprida.

1.5. Flexibilidade com responsabilidade

Do ponto de vista de seus teóricos, é possível definir o RMI como um regime que conduz a política monetária com responsabilidade e de forma mais eficiente.

O ativismo discricionário reinante no período pré-década de 80 se mostrou, na opinião destes autores, desastroso, o que colaborou para a descrença de que políticas monetárias seriam eficientes para estabilizar variáveis reais como os níveis de produto e emprego. Em especial, argumenta-se que: 1) a política monetária atua com efeitos defasados e com periodicidade variável e, por isso, imprevisível; 2) não existe *trade-off* duradouro entre desemprego e inflação; e 3) as autoridades monetárias têm incentivos distorcidos e não se pautam pelo planejamento de longo prazo.

O RMI propiciaria à economia a proteção contra as distorções ensejadas pela inflação elevada, além de providenciar o estabelecimento de nova âncora nominal que seria eficiente para balizar a formação de expectativas dos agentes.

A autoridade monetária poderia dispor de seus instrumentos de ação de forma otimizada para responder a novos desdobramentos no interior do sistema econômico. Seu comprometimento de longo

prazo com a estabilidade de preços lhe permitiria, no entanto, o uso “discricionário” de sua política com os objetivos e metas estabelecidos previamente ou não.

O público se beneficiaria duplamente deste regime. Em primeiro lugar, por não estar mais sujeito às distorções de uma inflação elevada; em segundo lugar, por compreender mais claramente as ações da autoridade monetária e seus principais efeitos. Além disso, o público teria, de certa forma, um papel central enquanto “termômetro” do desempenho da autoridade monetária, já que se acredita que os acertos são pautados basicamente pela sintonia entre as sinalizações emitidas pela autoridade monetária e a correta interpretação destas, refletidas na formação de expectativas dos agentes. O sucesso do RMI, portanto, derivaria da capacidade da autoridade monetária de coordenar corretamente as expectativas inflacionárias.

⁸ Persson e Tabellini (1994) cunharam o termo *tecnologia de comprometimento* para designar os mecanismos que comprometem a autoridade monetária com o objetivo por ela estabelecido perante o público.

2. A endogeneidade da oferta de moeda

O esforço que se fará neste trabalho de caracterizar o RMI do ponto de vista de seus teóricos principais (capítulo 1) e de, posteriormente, contrapor a esta visão da política monetária as inquietações dos autores pós-keynesianos (capítulo 3), não nos exime de fazer uma inserção sobre um dos elementos chave de toda esta problemática, a saber, as características da oferta monetária.

A economia “clássica”, como a define Keynes⁹, sustenta que a moeda é uma criação do homem para facilitar o intercâmbio de mercadorias e que esta evoluiu conjuntamente com o comércio. Mais genericamente, o aparecimento da moeda seria uma evolução natural de uma economia que no princípio se assentava sobre trocas puras, no “escambo”. Autores pós-keynesianos discordam dessa abordagem, pois para eles a moeda não surgiu da evolução natural do escambo, mas surgiu da necessidade de uma unidade de conta:

“(…) barter has never been an important economic activity, barter exchange did not lead to the development of markets, and money could not have developed out of barter. In fact the earliest money was not created to facilitate exchange, but was created as a unit of account.”(Wray, 1990, p. 6)

A necessidade de uma unidade de conta se fez presente com as primeiras transações que envolviam garantias de retorno pelo usufruto de determinado objeto, isto é, se fez necessária tão prontamente relações de posse privada fossem reconhecidas e socialmente aceitas. Seu aparecimento está intrinsecamente relacionado à existência da propriedade privada, bem como da vontade dos agentes de disporem desta propriedade como bem lhes aprouvesse. Como afirma Wray:

“(…) money was not created to facilitate exchange, but was created as part of a forward contract after the development of private property. The first money existed when private property was loaned with the expectation of payment of a greater sum in the future.” (Wray, 1990, p. 7)

⁹ Keynes (1936) emprega o termo “Teoria Clássica” para se referir às idéias e abordagens presentes em autores “clássicos” como David Ricardo, James Mill e Say e que, de certa forma, teriam sido preservadas e desenvolvidas por autores neoclássicos como Marshall e Pigou.

Expectativas de retorno sobre o empréstimo ou mesmo sobre a posse de um ativo já são evocativas da necessidade de se considerar a moeda como expressão de riqueza geral:

“Money is a unit of account, created when private property arises and an individual becomes a creditor or a potential creditor. In the absence of private property, money as a unit of account is unnecessary because the community (or at least portion of the community) is responsible for the well being of individuals”. (Wray, 1990, p.8)

Aceitando que a moeda seja resultado da evolução natural de uma economia de trocas pura apenas assentada no anseio humano de facilitar o escambo, não é muito difícil de chegar-se à conclusão de que a oferta de meio circulante seja determinada exogenamente. Em outras palavras, é razoável supor que haja uma quantidade dada de determinado equivalente geral que evolua independentemente da ação dos agentes privados, já que este não seria, por si só, um objeto de desejo, mas apenas um meio facilitador do intercâmbio. De maneira bem caricata e simplificada, esta seria uma descrição que se aproxima da definição da oferta de moeda pelos economistas “clássicos”.

Os economistas (neo)clássicos propõem que a oferta de moeda é determinada exogenamente, o que, referindo-se ao sistema financeiro atual implicaria que haveria um órgão-chave no sistema, que conseguisse controlar ou determinasse a quantidade ofertada de moeda na economia. A Síntese Neoclássica e os monetaristas, defensores também de alguns aspectos da economia clássica, são partidários da visão de que a oferta de moeda seja exógena, no sentido de que sua quantidade possa ser controlada pela autoridade monetária. Monetaristas até propuseram regras de expansão de determinados agregados monetários como forma de operacionalização da política monetária.

Autores pós-keynesianos, ao apontarem que a moeda está intrinsecamente relacionada não às trocas, mas à posse e gestão da riqueza numa economia capitalista, isto é, numa economia em que os meios de produção são privados, divergem da visão clássica. Para os pós-keynesianos a oferta de moeda é endógena, dependente da maior ou menor vontade dos agentes de contraírem (moeda de) crédito. O presente capítulo pretende abordar essa visão pós-keynesiana da oferta de moeda, qualificando e contrastando o debate entre duas correntes internas: a corrente “horizontalista” e a “estruturalista”. Embora não seja o principal objetivo deste capítulo, serão apresentadas,

concomitantemente com a caracterização das duas abordagens, algumas proposições de política monetária derivadas de suas principais conclusões.

2.1. Sobre a natureza da oferta da moeda: “horizontalistas” e “estruturalistas”

2.1.1. “Horizontalistas”

Alguns autores pós-keynesianos defendem que a oferta de moeda, enquanto moeda creditícia, seja endógena pelo fato de que esta se encontra determinada pela evolução das operações do sistema financeiro, em especial das firmas bancárias, no que concerne à oferta de crédito. Tais operações de crédito dos bancos acarretam desequilíbrios quanto à capitalização e liquidez destas instituições, que quando não observados cuidadosamente, são passíveis de ameaçar a estabilidade do sistema financeiro como um todo. E uma crise sistêmica poderia levar a economia a uma crise aguda, onde os níveis de desemprego podem elevar-se rapidamente.

No intuito de evitar crises, e isso é chave na definição da posição dos “horizontalistas”, a autoridade monetária estaria compelida a fornecer fundos de liquidez (reservas) aos agentes bancários de forma praticamente perene. É com ênfase nesta postura “acomodacionista” das autoridades monetárias, frisamos, que os autores “horizontalistas” embasam a endogeneidade “absoluta” da oferta de moeda.

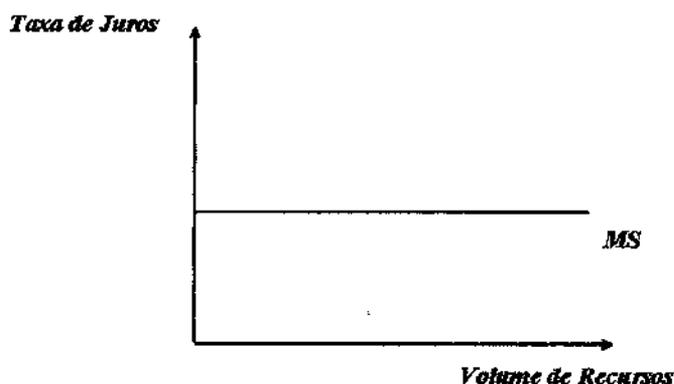
Os dois mais importantes autores da corrente “horizontalista” são Basil Moore (1988) e Nicolas Kaldor (1985). As contribuições destes dois autores, através da interpretação de Fiocca (2000), serão a base sobre a qual analisarei a proposta apresentada por essa corrente.

A alcunha de “horizontalistas” se refere diretamente ao fato de que quando representada no gráfico juros x volume de recursos, a “curva” de oferta de moeda (MS), para estes autores, assume um traçado paralelo à abscissa, evidenciando que a oferta de moeda é infinitamente elástica a dada taxa de juros (gráfico 1), esta última determinada exogenamente com relativa autonomia pela autoridade monetária.

Partindo da identidade contábil entre a renda ou despesa nominal e a quantidade de moeda em circulação, os autores pós-keynesianos “horizontalistas” tratam por inverter a causalidade apresentada

pelos autores clássicos. Para estes, é a quantidade de moeda em circulação que determina a renda nominal e os preços. Já para aqueles, a causalidade decorre das variações do gasto, que ensejam variações no nível de renda agregada e que, portanto, determinam maior necessidade de moeda. Vejamos com mais detalhes.

Gráfico 1
Representação da Curva de Oferta Monetária
"Horizontalistas"



A economia concebida pelos autores pós-keynesianos é uma economia com sistema bancário desenvolvido¹⁰ e na qual a moeda por excelência é a moeda bancária, isto é, moeda creditícia. Nessa economia, expansões do gasto (renda) determinam a demanda por crédito para investimento, para financiamento da expansão da produção corrente ou mesmo para consumo. E essa maior demanda por crédito só se encontra satisfeita porque os bancos são capazes de criar moeda através da existência do multiplicador bancário, ao qual a autoridade monetária tem pouco ou nenhum controle¹¹. Diferentemente de uma economia (suposta) de trocas, sem bancos e com moeda lastreada em uma mercadoria (ouro, por exemplo), a moeda creditícia não independe de sua demanda: ela não é caracterizada por uma oferta autônoma (o montante de ouro existente em circulação e nas minas, seguindo nosso exemplo), mas, sim, por uma oferta casada com as necessidades de reprodução do sistema, que evolui conforme o aumento das transações e com a necessidade de emitir débitos.

Em uma economia com um sistema bancário desenvolvido, o aumento da demanda por crédito é suprido pela expansão de empréstimos por parte da firma bancária, assim como, simetricamente, uma diminuição desta demanda acarreta a diminuição da moeda creditícia existente, alternativamente a uma

¹⁰ Para uma breve descrição da evolução do sistema bancário ver Chick (1988)

¹¹ Para os autores pós-keynesianos a autoridade monetária tem pouco ou nenhum controle sobre o multiplicador bancário; alternativamente, para o *mainstream*, o Banco Central tem poder relativamente alto sobre o multiplicador.

economia que funciona com moeda metálica, em que o estoque de moeda existente não é reduzido, apenas entesourado. A oferta de moeda creditícia é, portanto, dependente da demanda por crédito.

Além do multiplicador bancário, um fenômeno recente veio potencializar o papel do setor bancário enquanto ofertante de crédito. Práticas mais recentes, conhecidas como administração de passivos, vieram a tornar a oferta de crédito relativamente independente de suas restrições quanto a reservas exigíveis por parte do Banco Central.

A administração de passivos permitiu aos bancos aumentar sua oferta de empréstimos sem que estes estejam devidamente assegurados pela existência do passivo correspondente. Os bancos com insuficiência de recursos para sustentar seus ativos podem, através do mercado, equilibrar seus balanços com aqueles que estejam acumulando passivos. Assim a oferta de crédito poderia se tornar infinitamente elástica à sua demanda.

À medida que ocorre a expansão da oferta de crédito e depósitos, a crescente iliquidez dos balanços bancários deveria (ou poderia), a partir de algum momento, constranger este movimento, principalmente porque, a despeito da prática de administração de passivos, em última instância a oferta de crédito é cerceada pela disponibilidade de reservas, monopolizada pelo Banco Central. Quando queremos avaliar as restrições que podem ser impostas pela oferta de reservas à oferta de crédito, temos que atentar para o comportamento da autoridade monetária, já que é ela a detentora das reservas do sistema financeiro.

Para os “horizontalistas”, o Banco Central tem postura “acomodacionista”. Tal postura derivaria tanto da lógica inerente ao bom funcionamento do sistema capitalista, bem como do fato de que a autoridade monetária não possui controle sobre a oferta de fundos. Fiocca (2000, p. 84) resume os argumentos de Moore para este comportamento “acomodacionista” da autoridade monetária em 3 pontos:

- 1) A estrutura do sistema bancário contemporâneo impede que as Autoridades Monetárias reajam de maneira simétrica a pressões expansionistas e contracionistas, pois a maior parte

dos ativos bancários consiste em empréstimos que não são transacionáveis¹² e, portanto, não podem ser liquidados;

- 2) O Banco Central não pode forçar diretamente uma contração da quantidade de moeda, pois isso produziria uma crise, o que seria contrário ao desempenho da principal função da Autoridade Monetária, que é garantir a solvência do sistema;
- 3) Sem poder recorrer ao constrangimento quantitativo da base monetária, e assim da quantidade de moeda, a gestão da política monetária estaria restrita, na prática, à fixação do custo básico do crédito, de modo a estimular ou desestimular a contratação de novos empréstimos por parte dos demandantes.

O que já foi exposto nos permite ver alguns pontos de discordância entre os autores referidos como base para essa discussão.

Como se pode perceber, para Moore a autoridade monetária deve atuar eminentemente através da determinação da taxa de juros de curto prazo, enquanto nenhum constrangimento quantitativo deve ser realizado, sob pena de inserir todo o sistema em uma crise de liquidez. Moore enfatiza, portanto, o papel de *emprestador de última instância* das autoridades monetárias, papel este que de certa forma também contribuiria para o *risco moral* que se faria crescente no mercado bancário quando as instituições financeiras percebessem estar protegidas de crises momentâneas de liquidez, e resolvessem operar de forma mais arriscada, por fragilização de seu ativo requerido, em busca de maior rentabilidade.

Alternativamente a Moore, Kaldor não concorda que a autoridade monetária esteja forçosamente obrigada a atuar apenas através da determinação da taxa de juros. Embora enfatize também o papel de *emprestador de última instância*, e, por este motivo, também ser um autor acomodacionista, no sentido de que restrições quantitativas devem ser dosadas, Kaldor chama a atenção para o fato de que a autoridade monetária não pode praticar qualquer taxa de juros, sem considerar a situação dos balanços das instituições financeiras. Estas têm passivos de curto prazo que são bastante onerados quando de uma repentina elevação da taxa de juros, além do fato de que uma elevação repentina também causaria deflação de ativos de longo prazo ensejando a fragilização, ainda maior, do sistema financeiro como

¹² Devemos relativizar esse aspecto da proposta de Moore. Sabemos que atualmente práticas como a securitização propiciam a comercialização de uma ampla gama de ativos, antes considerados não-transacionáveis.

um todo. Neste sentido, a determinação da taxa de juros pelo Banco Central seria ao menos *parcialmente* endógena.

Kaldor também é cético quanto ao fato de que oferta de crédito possa ser controlada somente pela administração da taxa de juros:

“A Política Monetária baseada em alteração das taxas de juros é totalmente inefetiva como reguladora da oferta de moeda. Qualquer efeito é, portanto, um efeito indireto, por meio da influência de alterações na taxa de juros sobre o investimento e, assim, sobre o nível de renda gerado por um processo multiplicador-acelerador keynesiano. É uma influência sobre a demanda de moeda exercida por mudanças no nível de produção e rendas, e não um efeito direto sobre o desejo de manter moeda.” (Kaldor, 1985, pp.24 e 25)

Como propostas de política monetária, Kaldor defende controles diretos sobre a oferta de moeda creditícia e estes poderiam se manifestar de três formas: a) regulação da quantidade de crédito que é permitida que o setor financeiro estenda ao setor privado; b) limites às taxas de juros pagas aos depósitos remunerados e c) administração do nível de empréstimos do setor público.

As divergências aqui brevemente apresentadas não prejudicam, no entanto, o entendimento correto da postura “horizontalista”. A oferta de moeda na economia capitalista atual se faz concomitante às necessidades de reprodução do sistema; portanto, se faz “casada” com a demanda que advém das flutuações do gasto (renda). Tal oferta é realizada pelas instituições bancárias que, apoiadas em instrumentos modernos de gestão financeira e nas garantias de manutenção da liquidez pelo Banco Central, expandem a oferta de crédito (praticamente) sem restrições.

2.1.2. “Estruturalistas”

A vertente pós-keynesiana “estruturalista” diferencia-se da “horizontalista” principalmente por focar-se nas práticas bancárias de gestão de recursos na formação do “estoque” de crédito disponível para empréstimo. Aqui o Banco Central também é importante agente na vigilância do sistema financeiro e o seu papel de *emprestador de última instância* também é enfatizado. No entanto, a autoridade monetária não tem comportamento obrigatoriamente “acomodacionista”.

A endogeneidade da oferta de crédito, e, portanto, de moeda creditícia, derivaria da própria estrutura do sistema financeiro, assistida de perto pela autoridade monetária, que, através de medidas regulatórias e intervenções de políticas, busca conduzir a política monetária de forma a preservar a liquidez do sistema. Tal ação da autoridade monetária, por si só, já implica em uma “curva” de oferta de moeda ascendente no plano juros x montante de recursos. E esta é a representação defendida pelos autores estruturalistas, que também enfatizam o papel da preferência pela liquidez das firmas bancárias na determinação deste ramo ascendente.

Os autores “estruturalistas” mais importantes são Randall Wray (1990), Stephen Rousseas (1992) e Hyman Minsky (1975 e 1986). A exposição que farei se fundamenta basicamente na interpretação de Fiocca (2000) sobre Wray (1990).

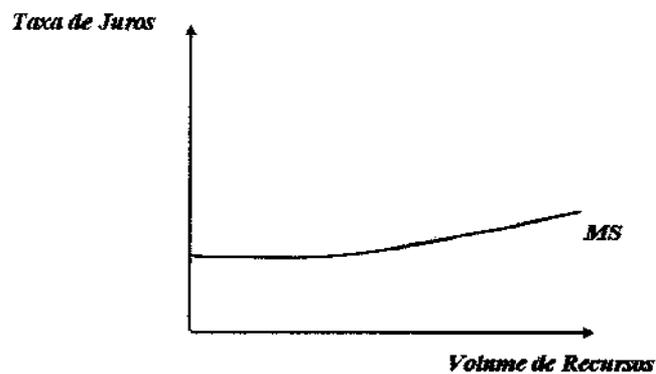
Wray enfatiza as singularidades de comportamento entre os ofertantes de crédito e os demandantes deste em um ambiente regulamentado e assistido pela autoridade monetária. Essa ênfase se justifica, principalmente, pelo fato de que ao longo de uma fase de crescimento econômico e de conseqüente expansão do crédito, há modificações na preferência pela liquidez das instituições financeiras, o que leva esses importantes atores a alterarem a magnitude de remuneração exigida para os próximos empréstimos, alterando, também, sua estrutura de captação de fundos junto ao público.

Podemos dizer que ao longo de uma expansão de crédito, na medida em que posições menos líquidas são assumidas pelos agentes financeiros, estes tentam proteger-se através da elevação da taxa de juros para novas contratações de concessão de crédito. A partir de um certo momento, portanto, dado um volume de crédito acumulado concedido, novos requerimentos seriam supridos a taxas de juros crescentes, e a curva de oferta de crédito apresentar-se-á positivamente inclinada, como abaixo (Gráfico 2).

Wray faz uma diferenciação entre os conceitos de demanda por moeda e preferência pela liquidez. Demanda por moeda, entendida como demanda por moeda creditícia, é função do desejo de ampliação de carteira, da compra de novas posições financeiras ou da realização de novos investimentos. Já preferência pela liquidez seria o desejo de assumir posições mais líquidas, ou seja, de dispor rapidamente e a um custo relativamente baixo de meio monetário de larga aceitação. Nesse

sentido, está diretamente relacionada a uma alteração na composição de *portfólio*, seja no desejo de cancelar dívidas, como no de vender bens materiais, na tentativa de ficar mais líquido.

Gráfico 2
Representação da Curva de Oferta Monetária
“Estruturalistas”



A oferta de moeda caracterizada por Wray é aquela que se adequa às variações na demanda por moeda (crédito) e não às variações na preferência pela liquidez:

“A importância desta distinção, para a teoria de endogeneidade, é que a oferta de moeda creditícia aumenta quando a demanda de crédito cresce. Mas uma maior preferência pela liquidez não é respondida pela oferta privada de liquidez. Em outras palavras, a oferta de reservas não é função da demanda de reservas, ao passo que a oferta creditícia é função da demanda de crédito. A oferta endógena responde apenas à demanda por ampliação de balanço, não à demanda por alteração de carteira.” (Fiocca, 2000, p. 120)

Do ponto de vista da firma bancária, demanda por moeda seria a demanda por agregados mais amplos de meios de pagamento, enquanto que a preferência pela liquidez seria a demanda por reservas (recursos à vista).

Os “horizontalistas” sustentam que o Banco Central não pode se negar a suprir as reservas demandadas pelo sistema financeiro, já que do seu acesso depende a estabilidade do mesmo. Wray, diferentemente, embora não negue que a principal função do Banco Central seja a de *emprestador de última instância*, afirma que a autoridade monetária pode impor restrições quantitativas de oferta de reservas aos bancos comerciais dentro de uma ampla gama de discricionariedade (operações de mercado aberto ou exigências de maior nível de reservas, por exemplo). É contornando essas restrições que o

sistema financeiro responderia endógenamente, expandindo a oferta de moeda conforme as necessidades da demanda.

O Banco Central, embora possa impor constrangimentos à oferta de reservas aos bancos, não controla a oferta de moeda como um todo. O sistema financeiro pode ampliar a oferta monetária através de três formas principais: compra de reservas, a administração de passivos e as inovações.

A compra de reservas para o conjunto do sistema financeiro se restringe à contratação de empréstimos junto ao Banco Central, por meio do redesconto ou das operações de mercado aberto. A administração de passivos se refere à substituição de passivos sob os quais recaem maiores exigências de reservas por passivos cujas exigências são menores, enquanto que as inovações financeiras se referem a mudanças institucionais de naturezas diversas que permitem aos bancos sustentarem maiores ativos com menor disponibilidade de reservas líquidas.

Wray caracteriza a curva de oferta de moeda como positivamente inclinada a longo prazo:

“... o sistema bancário é capaz de expandir a oferta de instrumentos de crédito dentro de limites significativos sem elevar a taxa de juros. Mas, nos períodos de expansão mais avançada, o aumento da alavancagem deixa os bancos em posição de menor liquidez. E ao atingir determinados limites, os bancos passam a exigir taxas de juros mais elevadas de modo a compensar a perda de liquidez.” (FioCCA, 2000, p. 124)

A situação descrita acima nada mais é do que a descrição do movimento ao longo da curva de preferência pela liquidez dos bancos. À medida que a expansão de crédito enseja posições menos líquidas, as taxas de juros de novos empréstimos deverão subir para compensar o risco de iliquidez.

Wray também leva em consideração que durante um *boom* creditício algumas fontes de reservas devem se esgotar, fazendo com que os bancos, na busca por novas fontes de recursos, tentem influenciar a preferência pela liquidez do público com o intuito de que este modifique a composição de sua carteira. Em geral, os bancos tentam trocar depósitos de curto prazo por depósitos mais longos (administração de passivos) a uma taxa de remuneração maior, o que implica que o preço de oferta de crédito aumenta também porque o custo de captação é maior.

“É coerente com hipótese de endogeneidade estrutural que a taxa de juros do mercado de atacado suba quando a expansão do crédito provoca um estreitamento da liquidez. Assim a oferta de moeda é endógena, mas sua curva é positivamente inclinada, devido ao efeito combinado da demanda de crédito por parte do público e da oferta de crédito por parte do Banco Central e do sistema bancário.”(Fiocca, 2000, p. 126)

Wray assume, portanto, a defesa de que a taxa de juros é determinada pela interação entre os demandantes de crédito, seus ofertantes e a política monetária. Assume também que a autoridade monetária, embora não controle a oferta de moeda, pode impor restrições importantes à oferta de crédito, restrições estas que, se burladas insistentemente pelas instituições financeiras, através dos mecanismos que já enunciámos, podem levar o sistema a um grau tal de fragilização que o Banco Central é instado a operar como *emprestador de última instância*. Wray chama a atenção, no entanto, para o fato que os bancos normalmente racionam crédito. E seria esse o motivo pelo qual crises de liquidez que levariam a autoridade monetária a agir como *emprestador de última instância*, não sejam a regra.

Fiocca (2000, p.130) apresenta os seguintes motivos pelos quais Wray afirma que os bancos trabalham com racionamento de crédito:

“1) Os bancos normalmente têm passivos com prazos mais curtos do que os de seus ativos. Assim a ampliação de seu balanço implica redução de sua liquidez e, portanto, a aceitação de maior nível de risco. Não é razoável supor que os bancos tenham como estratégia empresarial aceitar a expansão ilimitada de seu balanço e, assim, de seu grau de risco;

2) Os bancos não tem informações suficientes para saber com elevado grau de confiança qual a situação financeira de cada cliente. Assim racionam crédito de modo a diluir o risco de sua carteira de ativos;

3) Racionar crédito é uma política bancária coerente, pois não limitar a expansão, como visto faria com que o banco perdesse o controle sobre o grau de risco que está assumindo, mas limitar a expansão do crédito por meio da elevação progressiva das taxas de juros, ou seja, por “market clearing” via preços conduziria a uma seleção perversa de passivos. Os recursos seriam tomados preferencialmente por empresas envolvidas em atividade de maior risco, ou com pior

situação patrimonial ou de liquidez. As empresas mais sólidas, ao contrário, seriam menos propensas a tomar recursos a taxas muito elevadas;

4) A expansão dos empréstimos com taxas de juros tão altas quanto fosse necessário para esgotar a demanda de crédito viabilizaria projetos de elevado risco. É claro que os bancos não operam até o limite máximo de risco em suas operações de empréstimo.”

Sem prejuízos para a compreensão da abordagem estruturalista, a “proposta” de Wray se fundamenta no comportamento da oferta endógena de moeda como resultante da interação entre os demandantes de crédito, bancos que trabalham com racionamento de crédito (dada, em suma, a existência de curvas próprias de preferência pela liquidez, bem como de certo grau de “aversão ao risco”), ainda que busquem incessantemente contornar os obstáculos que enfrentam, e a autoridade monetária que também não pode se isentar de prestar auxílio de última instância quando necessário.

O próprio comportamento do sistema financeiro, dadas a existência de racionamento de crédito e preferência pela liquidez inerentes, leva a que a curva de oferta de moeda seja positivamente inclinada no longo prazo, já que no curto há relativa flexibilidade para acomodar demanda não planejada por crédito através, principalmente, de inovações financeiras e administração de passivos.

3. A visão pós-keynesiana da inflação e a crítica ao RMI

3.1. Breve inserção sobre a visão pós-keynesiana das causas da inflação

Sicsú (2003) faz uma síntese das contribuições pós-keynesianas sobre as origens do processo inflacionário. A literatura pós-keynesiana¹³ foca a investigação sobre os processos de elevação de preços nos distúrbios presentes do lado da oferta de bens e serviços, diferentemente dos autores partidários da Teoria Quantitativa da Moeda, em que elevações do nível geral de preços estão diretamente relacionadas a uma oferta excessiva de meio monetário comparada com a demanda por moeda. Para estes autores a elevação do nível de preços está diretamente relacionada a uma expansão excessiva da oferta de moeda frente ao desejo dos agentes de reter moeda para transações.

Ao focar o lado da oferta agregada como responsável pelos distúrbios no nível agregado de preços, os autores pós-keynesianos enfatizam a chamada “inflação de custos” (*cost-push inflation*), por oposição à “inflação de demanda” (*demand-pulled inflation*). Não se trata de negar a existência de inflação de demanda. Pelo contrário, esta é também um dos tipos de inflação identificada por aqueles autores, apenas não seria o mais frequente. Em um sistema econômico em que predominam estruturas de mercado relativamente oligopolizadas, a ênfase recai sobre a facilidade com que repasses de aumento de custos são transferidos aos preços e esta transferência é influenciada diretamente por três condicionantes: o hiato de emprego (a diferença entre a taxa de emprego corrente e a taxa de pleno emprego), o grau de abertura da economia e, por fim, o próprio grau de monopolização da economia.

Considerando os três condicionantes apresentados, os autores pós-keynesianos, conforme Sicsú (2003), identificam sete tipos de inflação, segundo suas causas. São elas: inflação de salários, inflação de grau de monopólio (ou inflação de lucros), inflação de retornos decrescentes, inflação importada, choques de oferta, inflação de impostos e inflação de demanda.

Inflação de salários – Aumentos salariais conseguidos em negociações contratuais ou através das negociações de dissídio entre sindicatos e empregadores são passíveis de causarem, *ceteris paribus*,

¹³ Sicsú (2003) sumariza as contribuições de alguns importantes pós-keynesianos para a teoria da inflação, notadamente: Paul Davidson, Hyman Minsky e Randall Wray.

inflação. Os aumentos salariais são mais factíveis quanto menor for o hiato de emprego; situações próximas ao pleno emprego favorecem os trabalhadores devido à escassez relativa de oferta de mão-de-obra, potencializando seu poder de negociação. Além disso, situações próximas ao pleno emprego são situações em que normalmente a expansão da renda é crescente, o que facilita repasses de custos aos preços dos produtos. Aumentos salariais em situações de hiato de emprego decrescente são passíveis de ocasionarem o próprio repasse do aumento dos salários aos preços dos produtos, gerando inflação.

Aumentos da produtividade podem contrabalançar aumentos salariais de forma a amenizar, ou mesmo anular, eventuais pressões inflacionárias. Depende, contudo, das barganhas entre empresários e trabalhadores. Mais corretamente, dependerá de quanto dos ganhos de produtividade se transformam em aumento de margem de lucro ou de salários.

Inflação de grau de monopólio ou inflação de lucros – É um tipo de inflação ensejado pela percepção, por parte dos empresários, de que a elasticidade-renda da demanda por seus produtos é favorável à elevação de suas margens. Desta forma, a elevação de preços se realiza através do aproveitamento de janela de oportunidade peculiar, referente a características do mercado de determinado produto. Este tipo de inflação está relacionado diretamente com o grau de monopolização da própria economia.

Inflação de retornos decrescentes – Este tipo de inflação ocorre quando há reduções sucessivas no hiato de emprego e este já se encontra em níveis significativamente baixos. Nestas condições, trabalhadores menos qualificados acabam sendo contratados, aumentando os custos de produção. Estes são repassados aos preços pelos mesmos motivos já mencionados quando nos referimos à inflação de salários, no tocante a situações próximas ao pleno emprego.

Inflação importada – Comum em economias com elevado coeficiente de abertura, ou seja quando parcela significativa da cesta de consumo doméstica tem origem fora do mercado nacional.

A inflação importada pode acontecer de duas formas: pode ocorrer devido a uma majoração dos preços em dólares dos produtos importados, permanecendo a taxa de câmbio constante, ou pode derivar diretamente de uma desvalorização da taxa de câmbio, o que impactaria os preços destas mercadorias em moeda doméstica.

Alterações no hiato de emprego e no grau de monopólio da economia podem facilitar ou dificultar a propagação da inflação importada. Em geral, parcela dos produtos importados servem de insumos à indústria de transformação, o que implica em custos diretos de produção. Majorações destes são mais propensas a serem repassadas aos preços dos bens finais conforme o hiato de emprego seja baixo ou o grau de monopólio elevado, ou ambos.

Choques de oferta inflacionários – Também dependentes do grau de monopólio da economia ou da magnitude do hiato de emprego para gerarem inflação, choques de oferta inflacionários são aqueles choques domésticos que podem causar aumento de custos. Por exemplo, escassez de energia elétrica ou a quebra de uma safra agrícola.

Inflação de impostos – Impostos são utilizados pelos governos para financiar seus gastos. A elevação das alíquotas de impostos pode ser fonte de pressões inflacionárias, dependendo da facilidade com que os empresários podem repassar aos preços o referido aumento. Em situações de reduzido hiato de produto ou na presença de poder significativo de mercado, há maior facilidade para que o choque de impostos reflita na estrutura de preços praticada pelas empresas.

Uma vez mais, portanto, temos um tipo específico de inflação cuja manifestação está condicionada pela estrutura das condições de emprego e de poder de mercado presentes na economia.

Inflação de demanda – Para os autores pós-keynesianos, a inflação de demanda ocorre somente quando o hiato de emprego deixa de ser positivo. A partir do momento em que o hiato de emprego se anula, elevações nos gastos do governo, de investimento ou de consumo provocam, na ausência de alterações significativas das condições presentes na economia, inflação.

“Uma vez alcançado o pleno emprego, novos trabalhadores somente aceitarão trabalhar por um salário real mais elevado (adotando-se, é óbvio, a hipótese de que não mudanças nas preferências trabalho-lazer). Para haver aumento de salários reais, nessas condições, necessariamente terá que haver um aumento de salários nominais e um aumento de preços.”(Sicsú, 2003, p. 12)

A literatura pós-keynesiana sobre a inflação enfatiza, portanto, as causas dos processos de aceleração do nível de preços. Resulta desta abordagem uma taxonomia dos tipos de inflação que é muito importante quando se busca construir políticas de estabilização.

Oportunamente retornaremos às contribuições pós-keynesianas quanto às origens do processo inflacionário. Nossa próxima tarefa é fazer o apanhado da contribuição de alguns autores pós-keynesianos no tocante à suas críticas ao RMI.

3.2. Aspectos da crítica pós-keynesiana ao RMI

Conforme apresentamos no capítulo inicial deste trabalho, o RMI seria, de acordo com seus principais teóricos, uma forma flexível e efetiva de condução da política monetária. Concentrando atenção e ação das autoridades monetárias sobre o controle do nível geral de preços, a política monetária estaria comprometida com o indicador econômico que realmente pode influenciar a longo prazo.

O “arcabouço” instrumental de política econômica construído para sustentar o RMI enfatiza a ação da autoridade monetária através do ajuste da taxa de juros de curto prazo. Esta deve responder de maneira relativamente rápida às mudanças nas previsões de inflação do Banco Central. Embora seus teóricos não descartem instrumentos como o direcionamento de crédito, administração de reservas ou mesmo o redesconto, há clara preferência pela utilização da taxa de juros de curto prazo.

Ao deslocar o foco da instrumentalização da política monetária do controle da oferta de agregados monetários, como era proposto por Friedman (1968), para a administração da taxa de juros de curto prazo, o mainstream se aproxima de aspectos da teoria pós-keynesiana da endogeneidade da oferta de moeda, ainda que, como bem lembra Libânio (2004, p. 7):

“... a ênfase atual na utilização da taxa de juros como instrumento central de política decorre apenas de uma questão prática, qual seja, a dificuldade em controlar o estoque monetário em economias com mercados financeiros complexos e altamente especulativos”.

Outro ponto em que os teóricos do RMI se aproximam de alguns teóricos pós-keynesianos diz respeito à importância da transparência¹⁴ na condução da política monetária:

“... sob a ótica pós-keynesiana, a promoção de maior visibilidade aos objetivos e decisões de política monetária pode contribuir para aumentar a eficácia da política monetária, por informar com mais clareza ao setor privado as intenções do Banco Central, influenciando as expectativas em direção aos resultados pretendidos. Assim estabelecer metas explícitas pode ser uma estratégia bem sucedida na condução das políticas. Ademais, por reduzir o grau de incerteza quanto às decisões de política e quanto aos rumos futuros da economia, tal conduta pode alterar a elasticidade de expectativas dos agentes privados, tornando-as mais sensíveis às ações do Banco Central”(Libânio, 2004, p.18)

Aproximações à parte, há pelo menos 4 grandes temas de economia monetária que quando abordados do ponto de vista pós-keynesiano, suscitam contribuições e críticas importantes à configuração da política monetária enquanto proposta pelo arcabouço teórico do RMI. Estes temas são: a) a natureza da oferta monetária; b) a natureza do processo inflacionário; c) taxas de juros e canais de transmissão da política monetária; e, por último, d) a neutralidade/não-neutralidade da moeda no longo prazo.

Este capítulo pretende fazer uma breve incursão pela crítica pós-keynesiana ao RMI através, principalmente, da análise das contribuições de Arestis and Sawyer (2003), Fontana and Palacio-Vera (2002) e Libânio (2004).

3.2.1. Moeda endógena

Como destacado no segundo capítulo deste trabalho, para os pós-keynesianos o controle da oferta de moeda foge das possibilidades de ação da autoridade monetária¹⁵, o que implica que a regra *friedmaniana* de expansão constante de determinado agregado monetário não é mais factível. A oferta monetária, em uma economia cujo sistema financeiro se encontra bastante desenvolvido no tocante às

¹⁴ Os pós-keynesianos enfatizam a discricção na condução da política monetária. A observação realizada por Libânio (2004) quanto a desejabilidade de maior transparência na condução da política monetária, deve ser relativizada com o fato de que dita transparência não deva acarretar perda demasiada de poder discricionário.

¹⁵ Na verdade, a impossibilidade de controle dos agregados monetários já é consensual, não só na literatura econômica, mas também entre os banqueiros centrais.

práticas de inovações e de administração de passivos, é basicamente resultante do desejo dos agentes de contrair empréstimos para fomentarem seja seus anseios de consumo, seja o desenvolvimento de novas atividades produtivas (investimento), ou até mesmo para adquirir ativos não reprodutíveis. Neste raciocínio, ganha vulto a interação entre demandantes de crédito, ofertantes de crédito e ofertantes de liquidez em última instância (reservas).

Os agentes financeiros buscam, através da expansão de empréstimos e da oferta de outros produtos e serviços bancários, atingir suas expectativas de lucro potencial, enquanto que a autoridade monetária tem por obrigação regular, supervisionar e prover liquidez ao sistema quando este necessita. Não se espera, no entanto, que os Bancos Centrais assistam à evolução das posições de solvência e liquidez bancárias de forma complacente; estes impõem normatizações à expansão de crédito.

Como vimos, os bancos buscam contornar as restrições impostas pelas autoridades monetárias introduzindo inovações no mercado. Isto quer dizer, em última análise, que grande parte da demanda por crédito é satisfeita, ainda que isto ocorra concomitante com algum incremento nas taxas de juros. O importante a destacar aqui é que todo o crédito ofertado foi previamente demandado.

Sendo a oferta de moeda determinada pela demanda, aumentos de preços não são causados por um excesso de meio monetário (o que é uma impossibilidade lógica), mas têm causas outras, como veremos mais à frente. São as elevações de preços que ensejam aumentos na demanda por moeda. Adequando a oferta à sua demanda, os bancos, através dos agentes contratantes de crédito, e “que gastam”, acabam por sancionar o novo nível de preços (Costa, 1999).

A conclusão, com vistas à condução de uma política monetária que tenha como objetivo a estabilidade do nível de preços, passa pelo entendimento de que o crédito, possibilitando novos e maiores gastos, é sancionador de novos preços (estes mais elevados). E que, para o relativo controle do nível geral de preços, competem dois instrumentos principais: a taxa de juros e/ou restrições institucionais ao crédito.

O RMI enfatiza a condução da política monetária com vistas à estabilidade de preços através da adequação da taxa de juros de curto prazo às expectativas inflacionárias. De forma bem simplista: se as previsões de inflação do Banco Central sinalizarem alta, eleva-se a taxa de juros, se sinalizarem baixa,

diminui-se ou mantém-se a mesma. A idéia, obviamente, é influenciar a demanda por crédito, e através desta, a demanda agregada. Há, contudo, outras formas de influenciar a demanda por crédito e estas são negligenciadas.

Libânio (2004) e Fontana and Palacio-Vera (2002) destacam que uma das formas mais citadas na literatura econômica recente¹⁶, para o estudo do comportamento e determinação da taxa de juros de curto prazo, tem sido a utilização de regras do tipo da que está apresentada em Taylor (1993), conhecidas, por esse motivo, como “*Taylor type rules*”. Uma de suas muitas variações está apresentada abaixo:

$$r = r^n + \pi_{-1} + a_n(\pi - \pi^d) + a_y \left(\frac{y - y^*}{y^*} \right)$$

aqui temos r como sendo a taxa de juros de curto prazo; r^n é a taxa de juros de equilíbrio a longo prazo (taxa “natural” de equilíbrio que, “*a la Wicksell*”, igualaria poupança e investimento); π_{-1} é a inflação dos últimos 12 meses; a_n e a_y representam os coeficientes de reação¹⁷ da taxa de juros a desvios da inflação em relação à meta e do produto em relação ao produto “natural”; π e π^d representam inflação corrente e meta de inflação, respectivamente; e y e y^* correspondem a produto corrente e produto “natural”, respectivamente.

Como podemos perceber, escapam a este modelo as condições gerais de crédito existentes, que, quando muito, são referenciadas como variáveis resíduo para efeitos de ajuste do modelo (Arestis and Sawyer, 2003). O RMI, ao não tratar diretamente dos efeitos do crédito como potencial sancionador de expansão de gastos, e aí, de preços, acaba comprometendo o alcance de seu objetivo. Ademais, pode fazê-lo com muitos prejuízos à economia, pois o controle simples da taxa de juros, como mencionado, é potencializador de flutuações do produto.

A ausência de considerações sobre as condições mais gerais de crédito da economia nas “*Taylor type rules*” e o foco “exclusivo” no ajuste da taxa de juros de curto prazo pela autoridade monetária acarretam a desconsideração de um dos fatores mais importantes que influenciam a demanda por

¹⁶ Ver, por exemplo, Clarida and Gertler (1996); Clarida et al. (1998) e Taylor (1993).

crédito: o seu preço. Como sabemos o que importa para o “tomador” é o custo do crédito e este pode ser influenciado por fatores institucionais e não somente pela taxa de juros básica.

Outro potencial descuido derivado do foco em uma política de taxa de juros é a desconsideração de que esta também se reflete no custo financeiro do processo produtivo. Elevações nas taxas de juros são passíveis de serem repassadas às taxas de empréstimos, o que implica em aumento de custos por parte das firmas (Arestis and Sawyer, 2003). Em algumas situações, quando o hiato de emprego é pequeno ou quando o grau de monopólio é significativo, as firmas podem repassar aumentos de custos aos preços de seus produtos ensejando dessa forma pressões sobre o nível geral de preços (Sicsú, 2003). Caso não se verifique nenhum destes condicionantes mencionados, haverá ou uma compressão, por parte das firmas, de suas margens de lucro ou poderá ocorrer, também, dependendo da situação financeira corrente das firmas, fragilizações nos fluxos de caixa, que em uma reversão abrupta de expectativas podem levá-las a um esquema de financiamento do tipo *Ponzi*¹⁸. As situações acima referidas seriam as piores respostas possíveis a uma política que foi conduzida em nome da estabilidade de preços, ou mesmo da “dita” estabilidade da economia.

A aceitação de que a oferta de moeda seja endógena implica que a autoridade monetária tenha que prestar especial atenção ao funcionamento dos canais de expansão de crédito e à formação das taxas de juros nos mercados de atacado e varejo. Modificações institucionais/legais e/ou do próprio mercado podem influenciar a demanda por crédito de forma relativamente independente de variações da taxa básica.

3.2.2 O tratamento do processo inflacionário

A teoria do RMI, ao propor a atuação da autoridade monetária basicamente através de ajustes da taxa de juros de curto prazo, parte de uma compreensão reducionista do processo inflacionário. Deste ponto de vista, a teoria do RMI acaba por admitir, implicitamente, que o processo inflacionário é sempre originário de excesso de demanda (*demand-pulled inflation*).

¹⁷ Taylor (1993) postula 0.5 para ambos os coeficientes, indicando que os diferenciais de produto e inflação têm o mesmo peso na determinação da taxa de juros. Alternativamente, os pesos podem ser modificados conforme se queira priorizar os diferenciais de produto ou de inflação. Assume-se que, quando se utiliza o RMI, α tenha maior magnitude.

¹⁸ Financiamento do tipo *Ponzi*: como entendido por Minsky (1986), refere-se ao financiamento realizado somente para pagar outras dívidas ou mesmo juros de dívidas.

No início deste trabalho (capítulo 1), vimos que Bernanke et al. (1999) fazem referências ao fato de que choques de oferta e conflito distributivo de rendas possam também causar elevação do nível de preços. No entanto, quando se trata de salvaguardar os “benefícios” da baixa inflação, o antídoto para contornar pressões aceleracionistas é sempre a elevação da taxa de juros, independentemente do fato de que, na origem do processo, possam estar alterações nas estruturas de custos dos agentes. Segundo Arestis and Sawyer (2003), o RMI funciona sob a aceção de que inflação de custos não afeta os níveis de preços a longo prazo: aparentemente, choques de oferta vão e vêm e, na média, seus efeitos seriam nulos, sendo apenas importante a inflação que deriva de excesso de demanda.

Outra evidência a favor da interpretação de que o RMI atua sob a aceção de que o processo inflacionário é majoritariamente derivado de desequilíbrios do lado da demanda se encontra na própria utilização de “*Taylor type rules*” no ajuste da taxa de juros: o hiato de produto é uma *proxy* do que aqui nos referimos como desequilíbrios de demanda.

No início deste capítulo, vimos, segundo Sicsú (2003), que a abordagem pós-keynesiana quanto ao processo inflacionário busca, ao enfatizar suas causas, uma agenda positiva de combate ao mesmo. Sete tipos de inflação foram identificados a partir de suas diferentes causas e, para cada diagnóstico, há também uma forma específica de intervenção. Em sua maioria, as causas da inflação referem-se a distúrbios de preços do lado da oferta agregada, sendo eminentemente um fenômeno ensejado por alterações de custos e não por desequilíbrios de demanda, embora inflação de demanda seja um dos tipos também classificados.

Admitindo-se que a inflação a ser combatida seja mesmo a inflação de demanda, a manipulação da taxa de juros impacta a evolução do nível de preços. Contudo tende a provocar também alterações não desejáveis dentro do *portfólio* dos agentes privados: investimento em produção pode ser deslocado para aplicações financeiras, uma vez que taxas de juros elevadas aumentam o potencial de retorno de aplicações financeiras em detrimento de aplicações produtivas (aumenta-se a taxa de desconto).

Sicsú (2003) enfatiza que, dada uma situação de inflação de demanda, a forma menos distorciva, do ponto de vista da composição da despesa privada, para se combater uma alta de preços é através de uma política fiscal de cortes nos gastos públicos. A idéia por trás disto é que não se deveria deixar que a economia chegasse a uma situação de “*boom*”: os gastos públicos deveriam ser

controlados para que o sistema econômico permanecesse em “*quase-boom*”. Estando a economia em “*boom*”, o gasto público deveria adquirir caráter contra-cíclico para amenizar as pressões sobre o nível de preços.

Analisando-se os outros tipos de inflação, tem importância para o presente trabalho (como veremos na conclusão), o efeito da taxa de juros ao atuar sobre a inflação importada. A elevação da taxa de juros doméstica em relação às taxas internacionais mais importantes atrairia capital para o país, o que refletiria num fortalecimento (ainda que fictício e momentâneo) da moeda nacional. O acesso a produtos importados com preços mais acessíveis, devido à valorização da moeda nacional, acarretaria um efeito positivo no mercado interno sobre os preços em geral. Primeiro, por causa da competição entre similares nacionais e importados e, segundo, porque muitos produtos importados são insumos produtivos, o que, por esse lado, significaria barateamento de parte do custo de produção e, conseqüentemente, preços mais baratos para uma determinada gama de produtos.

Embora no combate à inflação importada a taxa de juros possa ensejar resultados positivos, ela não é desejável, pois pode trazer prejuízos a produtores nacionais e mesmo minar parte de nossa competitividade com produtos que exportamos. Sicsú (2003) sugere então, para o controle da inflação importada: políticas cambiais, industriais e também de substituição de importações. Através do robustecimento da oferta no mercado interno procura-se minorar a dependência de produtos importados e conseqüentemente, a exposição à inflação importada.

Sobre os demais tipos de inflação identificados por Sicsú (2003) – a inflação de lucro, de salários, de impostos, de rendimentos decrescentes e a derivada de choques de oferta – a administração da taxa de juros não tem poder direto sobre a causa do distúrbio inflacionário, embora seja instrumento eficiente de contenção da demanda agregada e, conseqüentemente, impeça e/ou dificulte repasses de custos. No tratamento desses tipos de inflação, são requeridas medidas fiscais e institucionais específicas.

Ao tentar reprimir a demanda agregada via elevação da taxa de juros o RMI estaria atacando a inflação sempre de uma mesma forma, independentemente de suas causas. Derivariam desse comportamento, na nossa interpretação, distorções perigosas para a estabilidade e o crescimento econômicos como, por exemplo, aumento desnecessário do desemprego, fragilização das estruturas

produtivas nacionais e de fatores de competitividade de nossos produtos no mercado externo, além dos efeitos temerosos sobre a evolução da dívida pública¹⁹.

3.2.3. Taxa de juros e canais de transmissão da política monetária

Ao focar o controle do processo inflacionário no impacto da taxa de juros sobre a demanda agregada, é crucial para o RMI aspectos concernentes aos mecanismos de transmissão da política monetária. Neste sentido, a calibragem do ajuste, a temporalidade envolvida entre o ajuste e seus efeitos, e mesmo a previsão dos efeitos da variação da taxa de juros sobre demanda agregada são questões extremamente relevantes (Arestis and Sawyer, 2003).

Arestis and Sawyer (2003) avaliam os impactos da política monetária sobre a demanda agregada através do estudo de seus canais de transmissão. Ao todo identificam-se na literatura tradicional, segundo os autores, seis canais de transmissão da política monetária: taxa de juros, efeito riqueza, taxa de câmbio, “monetarista” e, finalmente, dois canais de crédito considerados mais recentemente: “*the narrow credit channel*” e “*the broad credit channel*”. Passemos a uma breve descrição dos mesmos, começando pelos últimos.

Os dois canais de crédito, embora distintos, são complementares. Estão relacionados diretamente a como mudanças nas posições financeiras dos agentes emprestadores e demandantes podem afetar a demanda agregada. *The narrow credit channel* é aquele através do qual alterações na política monetária (aumento do compulsório ou modificações na taxa de redesconto, por exemplo) poderiam alterar a capacidade dos bancos de conceder crédito e/ou mesmo o custo/preço deste, já que a oferta de crédito é afetada pela oferta de reservas. Dado que um número significativo de agentes depende do crédito bancário para financiar seus gastos, a política monetária, através deste canal, poderia afetar a demanda agregada (elevações no custo do crédito poderiam inibir parte de sua demanda) e, por este meio, a inflação.

¹⁹ Mishkin (2000) enfatiza que para que o RMI seja eficiente deve-se prevenir *fiscal dominance* (a política fiscal deve ser austera) sob pena de que, na sua presença, “large fiscal deficits will cause an inflation targeting regime to break down”. O caso brasileiro é, no entanto, ilustrativo de que talvez mais importante do que prevenir *fiscal dominance* seja prevenir “inflation targeting through interest rates setting dominance” no sentido de evitar que a administração da taxa de juros tenha efeitos deletérios sobre a evolução da dívida pública.

The broad credit channel é aquele que enfatiza os efeitos da política monetária sobre a “saúde” financeira dos agentes demandantes e, dessa forma, sobre as condições que estes têm de contratar empréstimos. Bancos exigem garantias e/ou cobram implicitamente custos de monitoramento quando ofertam crédito (principalmente quando se trata de volume significativo de recursos). A magnitude do prêmio extra que as firmas têm que pagar aos bancos para conseguir empréstimos depende diretamente de sua estrutura de capital, isto é, do seu grau de alavancagem, do seu fluxo de caixa e de garantias em termos de ativos (o chamado colateral) que possam oferecer. A política monetária pode, principalmente através da taxa de juros, afetar positiva ou negativamente a estrutura de capital das firmas, bem como impactar o fluxo de caixa e o valor do colateral, influenciando, dessa forma, na sua capacidade de contrair empréstimos.

O canal do chamado efeito riqueza está relacionado à capacidade que os agentes têm de efetuar gasto supondo a existência de uma função de consumo que dependa não somente da renda corrente, mas também do seu estoque de riqueza. Modificações nas taxas de juros podem influenciar positivamente o valor corrente deste “estoque”, acarretando expansão do consumo²⁰ (também podem atuar de forma a deprimi-lo) e, desta forma, impactar a demanda agregada.

Os canais que os autores chamam de taxa de juros e “monetarista” serão apresentados usando Mishkin (1998) como suporte.

A eficácia do chamado canal de taxa de juros (ou canal keynesiano, como também é chamado) de transmissão da política monetária dependeria, em primeiro lugar, da capacidade da variação da oferta monetária afetar a taxa de juros, o que dependeria do grau de substitutibilidade entre a moeda e outros ativos. Se for alto, então afetar a taxa de juros nominal. Contudo o que importaria para a demanda é a taxa de juros real, e não a nominal. Assim, é preciso que haja rigidez de preços para que a variação na taxa de juros nominal seja também uma variação na taxa real, com impactos efetivos no nível de demanda e, portanto, no nível de atividade econômica. Já o chamado mecanismo de transmissão monetarista é aquele em que há variações de outros preços relativos – de ativos financeiros e reais – em função de uma variação original na quantidade de moeda no *portfólio* dos agentes.

²⁰ Embora Arestis and Sawyer (2003) enfatizem o efeito riqueza através de seu impacto na demanda agregada por meio de variações do consumo, não haveria motivos para que tal efeito não impactasse também o investimento.

O sexto canal é o da taxa de câmbio. Segundo Arestis and Sawyer (2003), a taxa de câmbio liga a política monetária à inflação através de duas vias: a primeira, é a demanda agregada, e a segunda, através dos preços dos produtos importados. A primeira via está relacionada ao diferencial entre as taxas de juros doméstica e internacional. Conforme esse diferencial aumenta há movimentos de capitais que ensejam movimentos na taxa de câmbio. Este, por sua vez, induz mudanças na composição do balanço de pagamentos (montante de exportações líquidas, isto é, o saldo comercial) donde advém as alterações na demanda agregada e que, conseqüentemente, podem impactar a inflação. A segunda via é similar ao argumento pós-keynesiano já visto, de inflação importada.

Após sumarizarem os canais de transmissão da política monetária, Arestis and Sawyer (2003) procuram, através da apresentação de resultados de testes econométricos (especificamente de modelos macroeconômicos realizados em Arestis and Sawyer, 2002), apresentar evidências empíricas do funcionamento dos mesmos. Os autores frisam que tal tarefa não é nada simples: os canais de transmissão não são mutuamente exclusivos. A política monetária afeta a economia por uma combinação deles e é extremamente complexo aferir a contribuição de cada canal no resultado. Outro problema que ocorre simultaneamente é que mudanças institucionais e mesmo culturais afetam, ao longo do tempo, a magnitude e importância das modificações ensejadas através de cada canal. Por último, mas não menos importante, está o fato de que é muito difícil aferir os efeitos das taxas de juros sobre as condições econômicas, uma vez que esta mesma, através da política monetária, é muitas vezes resultante da observação dos *policy makers* sobre a situação da economia, resumindo, “how is it possible to isolate the effect of interest rates on economic conditions when interest rates are themselves a function of economic conditions.” (Kuttner and Mosser, 2002, p. 23 – apud Arestis and Sawyer, 2003)

Para Arestis and Sawyer (2003), os estudos empíricos suscitam importantes indagações. Primeiro, que não há modelos satisfatórios que expliquem o comportamento da taxa de câmbio. É difícil, portanto, aferir os resultados que a política monetária (taxa de juros) teria sobre a demanda agregada através do canal da taxa de câmbio. Segundo, quando se constatou impacto de modificações da taxa de juros sobre a demanda agregada, este se deu eminentemente via mudanças substanciais na taxa de investimento. Para os autores, isto é evidência de que modificações nas taxas de juros teriam efeitos duradouros e que estes impactariam o tamanho do estoque de capital da economia. E terceiro, quando se modela os impactos da taxa de juros sobre a inflação, resultados muito modestos aparecem.

A cada aumento de 1 ponto percentual na taxa de juros, espera-se uma queda cumulativa de 0,41 no nível de preços em 5 anos.

Ao considerar os resultados de seus testes, Arestis and Sawyer (2003) concluem que:

“... Changes in the rate of interest are not expected to have the impact (on the aggregate demand) assigned to them by the theoretical propositions of the inflation targeting model (p. 20)”.

3.2.4. A (não)neutralidade da moeda

Um último ponto de fricção entre as teorias que sustentam o RMI e aquela dos autores pós-keynesianos se refere à proposição de que há um nível de taxa de juros “natural” que seja compatível com uma política monetária neutra no longo prazo (Fontana and Palacio-Vera, 2002).

Essa taxa de juros específica seria referendada pela literatura clássica como aquela que deriva diretamente do equilíbrio entre poupança e investimento. Neste equilíbrio, teríamos ausência de defasagens significativas entre produto potencial (“natural”) e corrente, e entre os níveis de preço passado e corrente. Portanto, é a esta taxa de juros “real” (a que equilibra poupança e investimento) que a autoridade monetária deveria ajustar-se.

A teoria clássica parte de pressupostos que separam variáveis reais de variáveis monetárias (a chamada dicotomia clássica). A taxa de juros que realmente importa seria aquela derivada das condições de poupança e da produtividade marginal do capital (que define o nível de investimento) e que, portanto, refletiria a taxa de retorno sobre o capital real. Tal taxa não seria necessariamente a taxa presente no mercado (taxa monetária, determinada pela oferta e demanda por moeda), mas seria uma taxa tendencial, a qual a taxa de mercado convergiria no longo prazo. Para os autores pós-keynesianos, por sua vez, não há como separar fatores monetários de fatores reais, não há um “lado nominal” da economia que apenas reflita as ações levadas a cabo pela autoridade monetária no intuito de influenciar passageiramente variáveis reais. Para a corrente pós-keynesiana a taxa de juros básica definida pela autoridade monetária, é influenciada pela evolução dos indicadores econômicos (emprego, investimento, inflação, produto, etc), sendo, portanto, historicamente determinada e condicionada.

Essa proposição de que há uma taxa de juros “natural” que reflita as condições estruturais de produtividade do capital, “à la Wicksell”, transborda para a concepção de que no longo prazo a moeda é neutra:

“The acceptance of this proposition is again evident in the output gap component of Taylor’s rule and in the implicit identification of trend output with potential output. It is thus accepted that, in the long run, (a) the level of real GDP and the rate of employment is supply-side-determined, and (b) the supply of capital and the supply of labour (as well as the rate of technical progress) are not significantly influenced by the time path of aggregate demand. In this context, all monetary policy can do in the long run (its short-run stabilization role is not thrown into doubt) is to determine the level of inflation. At the aggregate level, this means that a nonaccelerating inflation rate of unemployment (NAIRU) exists and that it is independent of the level of aggregate demand.”(Fontana and Palacio-Vera, 2002, pp. 562-563).

Uma política de metas de inflação sinaliza que é o controle da demanda agregada através da taxa de juros que faz com que os movimentos aceleracionistas de preços sejam esfriados, e isso ocorre via ajuste da demanda a um nível pré-determinado de oferta. Já para os autores pós-keynesianos a oferta agregada é determinada pela demanda agregada. Não existe uma taxa de desemprego compatível com estabilidade de preços que seja meta indireta de política econômica: o controle do nível de preços via repressão da demanda agregada acarreta também diminuição da oferta agregada, e não uma adequação a esta.

Do exposto, é difícil sustentar que a moeda seja neutra a longo prazo. Flutuações da oferta monetária ensejadas por elevações da renda, e os movimentos decorrentes desta expansão, podem condicionar movimentos da taxa de juros, que, como vimos, afetam as decisões quanto à composição de *portfólio*, o fluxo de caixa das empresas, preços de ativos, emprego e desemprego.

Ter como objetivo de longo prazo apenas a estabilidade do nível de preços, e esta ainda realizada eminentemente via ajustamentos da taxa de juros, é negligenciar o poder da política monetária, bem como potencializar distúrbios econômicos sérios. O RMI é ineficaz quanto a desacelerar ou mesmo impedir a ocorrência de bolhas de ativos, além do fato de que elevações

indiscriminadas das taxas de juros podem ensejar *risco moral* nos mercados financeiros (Arestis and Sawyer, 2003).

A política monetária tem que ser conduzida tendo em vista o reconhecimento de que a moeda não é neutra e de que da sua administração dependem as motivações e decisões dos agentes econômicos.

4. Conclusão

Nesse trabalho, partimos de uma breve investigação acerca dos princípios teóricos que sustentam a utilização do RMI como política monetária ótima (capítulo 1). Prosseguimos através de um parêntese, em que expusemos a teoria pós-keynesiana da endogeneidade da oferta de moeda (capítulo 2), e, no último “ponto” (capítulo 3), analisamos criticamente, à luz das contribuições pós-keynesianas, os pressupostos teóricos do RMI. Agora já estamos aptos a traçar algumas considerações sobre o RMI no Brasil. Especificamente dois aspectos serão abordados: 1) a aparente desatenção à natureza do processo inflacionário nacional, e 2) a aparente ambigüidade entre a política monetária e o que podemos chamar de política de crédito.

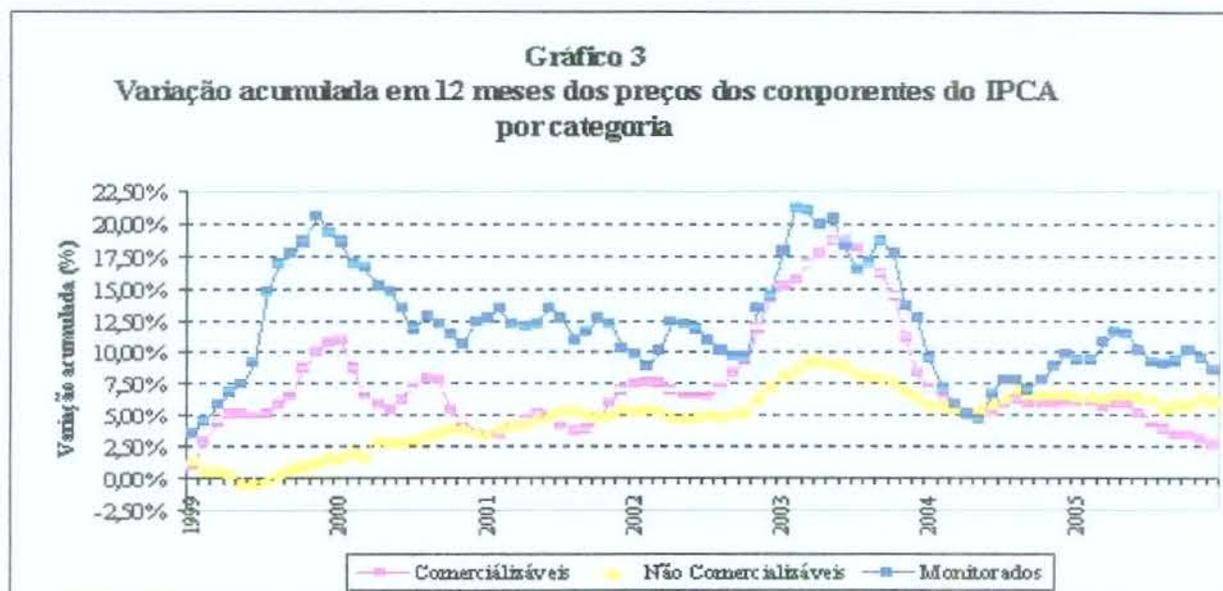
O RMI foi implantado no Brasil, em julho de 1999, como forma de substituir o regime de câmbio fixo e servir como âncora à estabilização de preços na economia. A partir de janeiro de 1999, com a adoção do câmbio flutuante, a taxa de câmbio assume outro papel na evolução do nível de preços: passa de principal estabilizadora para principal propulsora das alterações de preços (Farhi, 2004).

Como já salientamos, o RMI trata da mitigação do processo inflacionário indistintamente de suas causas. A “solução” para acelerações previstas do nível de preços é a elevação da taxa de juros, como se o “*estopim*” inflacionário fosse sempre decorrente de excesso de demanda. Farhi (2004) chama a atenção para o fato de que a estrutura específica de formação de preços no Brasil potencializa impactos advindos da desvalorização da taxa de câmbio e/ou de outros choques externos muito mais preocupantes do que supostas reduções no *gap* de produto. Desta forma, a atuação da taxa de juros é extremamente prejudicada, necessitando magnitudes elevadas para atingir os resultados, com prejuízos visíveis para as variáveis reais²¹.

O índice escolhido para compor a meta de inflação foi o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo). Para avaliarmos o funcionamento do RMI no Brasil, temos que, inicialmente, ver como a taxa de juros impacta as diferentes classes de bens cujos preços compõem o IPCA.

²¹ Ilustrativo deste fato é o crescimento pífio do PIB em 2003, apenas 0.54% enquanto que o “mundo” cresceu em média 4% (IMF – World Economic Outlook – Database).

O IPCA é composto basicamente por uma média ponderada de preços de 3 classes de bens: bens comercializáveis (40%), bens administrados (28%) e bens não-comercializáveis (32%). Abaixo (gráfico 3) podemos verificar a evolução da variação de 12 meses de cada um destes componentes desde 1999.



Fonte: Bacen – Elaboração própria

Os bens comercializáveis são aqueles que, por definição, fazem parte da pauta de importação/exportação corrente de um país. Os preços destes bens sofrem o impacto direto das variações cambiais, sendo que uma parcela destes, as chamadas *commodities*²², por terem seus preços formados no mercado internacional, quando de uma desvalorização da taxa de câmbio podem impor reajuste de preço ao mercado interno na mesma magnitude da desvalorização cambial²³. Além disto, os preços destes bens são em grande medida insensíveis às taxas de juros, já que, ao perceberem um arrefecimento da demanda interna, seus produtores podem deslocar parte, ou mesmo a totalidade, de sua produção para o mercado externo (Farhi, 2004).

Os bens administrados são aqueles cuja formação de preços é regulada por contratos (energia, telefonia, tarifas de ônibus, gás, etc.). Herdados do processo de privatizações da década de 90, muitos contratos apresentam cláusula de reajuste pelo IGP-DI (Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna), índice que é fortemente influenciado pelas variações cambiais. A formação de preços desta

²² *Commodities* são produtos relativamente homogêneos cujos preços são formados nos mercados internacionais, como a soja ou o petróleo, por exemplo.

²³ Permanecendo a taxa de câmbio constante, mas tendo os preços aumentado, reajustes são igualmente realizados.

classe de bens, segundo Farhi (2004), é a forma mais significativa de transmissão (*pass-through*) dos impactos da desvalorização cambial e de outros choques exógenos aos índices de preços, em especial ao IPCA. Ademais, os preços administrados são praticamente insensíveis à taxa de juros básica (Selic).

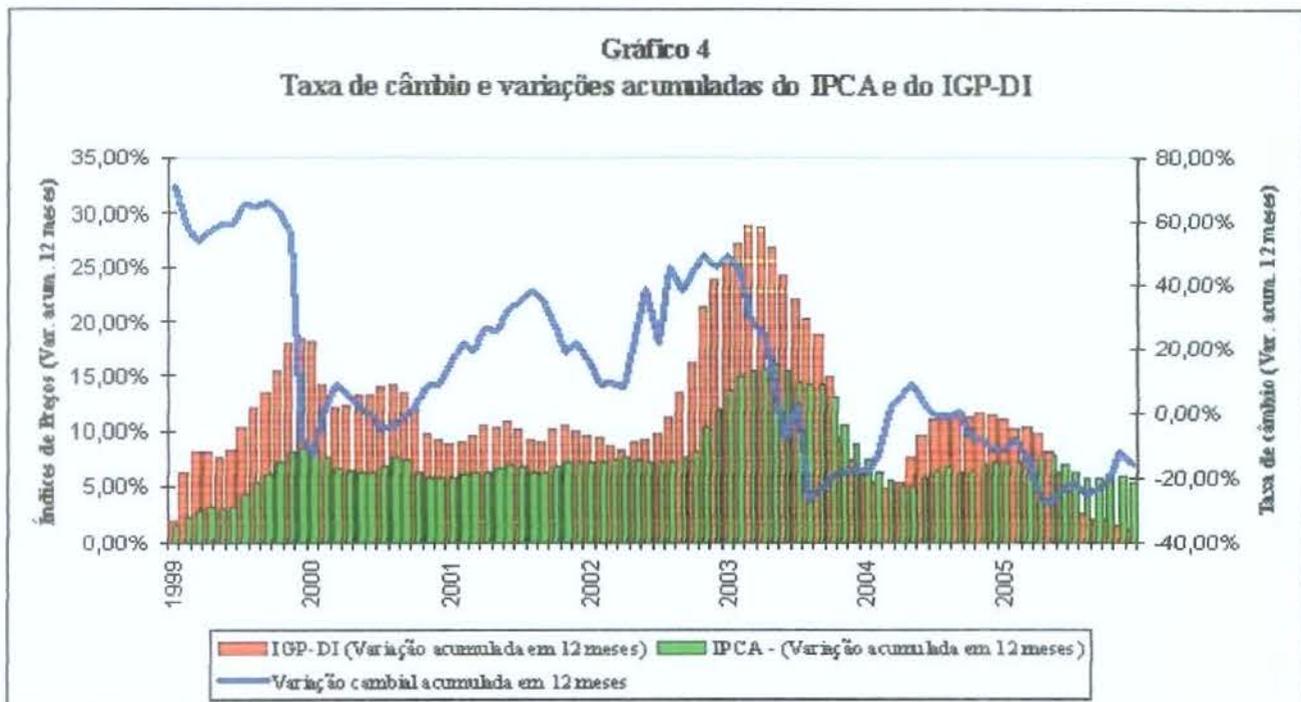
Os bens não-comercializáveis são aqueles que, por suas características próprias, destinam-se em sua maioria ao mercado interno (serviços em grande medida). Estes preços são relativamente insensíveis à variações da taxa de câmbio ou mesmo à choques exógenos, são, no entanto, muito sensíveis à modificações na taxa de juros. Segundo Farhi (2004): “São os preços dos bens não-comercializáveis, que se ajustam, através da redução de custos (essencialmente salariais) e de margem de lucros, à redução da demanda pela elevação da taxa de juros.”(p. 80)

Desta breve análise podemos observar que a taxa de juros influencia apenas pequena parcela do índice que a política monetária busca como meta. Isto implica que a magnitude do aperto monetário, no sentido a influenciar a demanda agregada, acaba tendo que ser bastante ampla. Nas palavras de Farhi (2004):

“(...) esses preços (bens não-comercializáveis) só representam um terço do IPCA, contra dois terços dos preços administrados e dos bens comercializáveis. Como este índice é utilizado como parâmetro nas metas inflacionárias, as taxas de juros têm de ser extremamente altas para resultar em quedas muito acentuadas da demanda, fazendo com que a queda dos preços dos bens não-comercializáveis e de parte dos bens comercializáveis compense os reajustes contratuais dos preços administrados e da parcela de bens comercializáveis imune às variações da taxa de juros.”(p. 80)

A utilização do IPCA como meta na configuração do RMI no Brasil minimiza as origens do processo inflacionário nacional, decorrentes, em grande medida, de choques de oferta, em parte expressos nos movimentos de preço das *commodities*, e das oscilações cambiais (refletidas nos preços de boa parte dos bens comercializáveis e nos preços administrados). Estes fatos são visíveis no gráfico 4 abaixo.

Percebe-se nitidamente a influência das oscilações cambiais tanto sobre o IGP-DI (mais influenciado) como, em decorrência dos preços administrados e dos preços de parcela dos bens comercializáveis, sobre o IPCA.

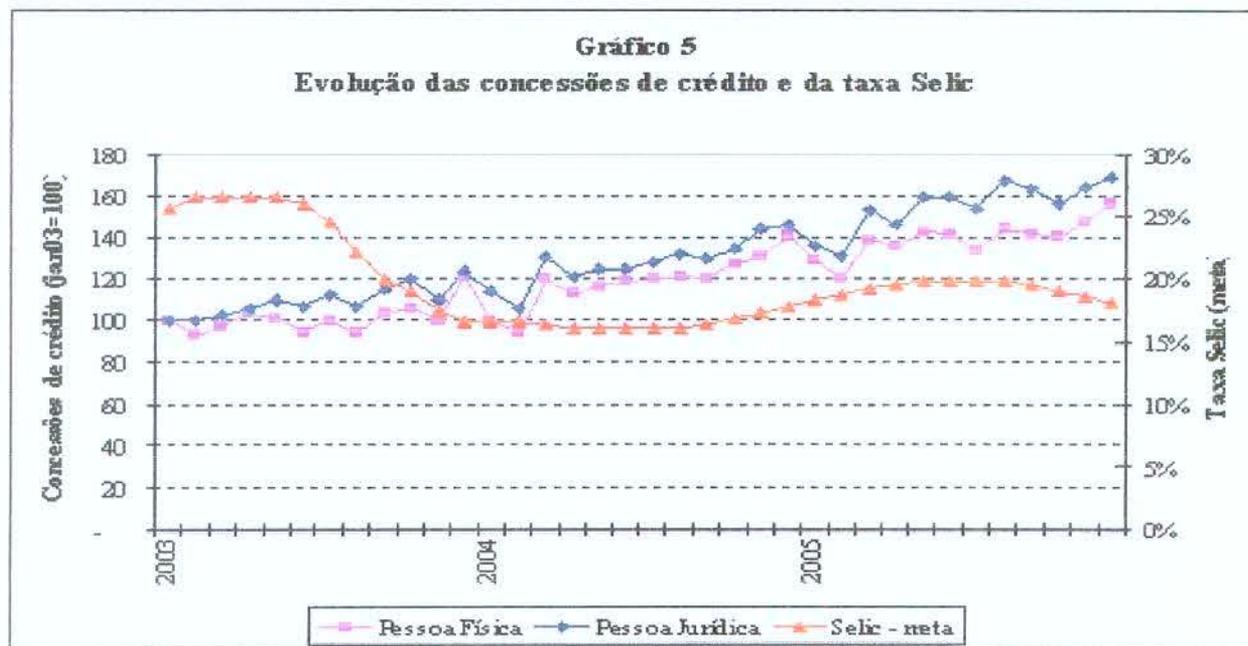


Fonte: Bacen – Elaboração própria.

O segundo ponto ao qual queremos nos ater ao considerar o caso brasileiro está intrinsecamente relacionado à endogeneidade da oferta da moeda e à possibilidade de que a política econômica vem sendo ambígua desde, pelo menos, setembro de 2004 no que diz respeito aos sinais contraditórios decorrentes de uma política monetária excessivamente contracionista e uma política de crédito notadamente expansiva.

Como deixamos claro no segundo capítulo, a endogeneidade da oferta de moeda implica que a oferta de crédito efetiva é função de sua demanda. Em termos simples, pode haver demanda não acomodada por crédito. No entanto, jamais há crédito sem que este tenha sido previamente demandado. Outro ponto que abordamos também é que a ênfase do RMI na utilização da taxa de juros como principal instrumento de política monetária decorre da tentativa de, através da taxa de juros, desestimular a demanda agregada via inibição da contratação de crédito. No que concerne aos aspectos agora citados, o Brasil apresenta uma peculiaridade.

Segundo Farhi (2005), os oito aumentos sucessivos da taxa Selic entre setembro de 2004 e abril de 2005 (em maio houve o 9º) constituíram a seqüência mais longa de aperto monetário desde a criação do Copom. Esta seqüência de aperto monetário foi seguida de perto por expressivo aumento da concessão de crédito, tanto à pessoa jurídica quanto à física (gráfico 5).



Fonte: Bacen – Elaboração própria

De dezembro de 2003 a dezembro de 2004 as concessões totais de crédito se elevaram de 16,67% (Farhi, 2005a) enquanto que em setembro de 2005 elas já apresentavam crescimento de 18% em doze meses (Farhi, 2005b).

A maior contratação de crédito por parte das empresas se deu principalmente por expectativas positivas quanto à estabilidade do comportamento da taxa cambial após as expressivas desvalorizações dos anos de 2001 e 2002, enquanto que o aumento da contratação de crédito por parte da pessoa física, ocorreu principalmente devido ao estímulo governamental ao crédito consignado a partir do final de 2003²⁴ (Farhi, 2004).

O crédito consignado, que em março de 2005 representava 31% do total concedido de crédito pessoal, contra 21% em janeiro de 2004 (Farhi, 2005a), tem sido a modalidade preferencial de empréstimos dos bancos. Primeiramente, porque o risco é praticamente nulo, uma vez que as parcelas

²⁴ Regulamentação do crédito consignado em folha de pagamentos (Lei 10.820/2003), de dezembro de 2003. As primeiras operações do programa ocorreram em maio de 2004, com a participação da Caixa Econômica Federal.

do empréstimo são descontadas diretamente da folha de pagamento, e, em segundo lugar, pela preferência em conceder empréstimos às pessoas físicas em detrimento das pessoas jurídicas (para estas a taxa de juros cobrada é relativamente menor). As garantias do crédito consignado têm, por seu lado, diminuído o custo deste tipo de crédito em relação a outros (cheque especial, por exemplo).

Para nosso propósito, no entanto, o que realmente importa é o contraste que há entre uma política expansionista de crédito e “outra”, extremamente restritiva (de taxa de juros elevadas), com vistas à estabilidade de preços, ambas executadas pelo mesmo governo e através de mecanismos monetários.

Farhi (2005a) chama a atenção para o fato de que a partir de julho de 2004, as atas do Copom fizeram, sistematicamente, alusão a uma suposta diminuição no *gap* de produto, isto é, de uma demanda crescente e superior à oferta. A despeito dos choques de oferta presentes (elevação dos preços das *commodities*), não estaria o Copom se precipitando ante a expansão de crédito “anunciada” em fins de 2003? Não estaria este aperto monetário, ímpar desde a criação do Copom, se antecipando a resultados de testes econométricos de modelos de demanda agregada, com dotação adicional de recursos? Se sim, porque continuar com a política de crédito? Porque não balancear os instrumentos?

O RMI, da forma como vem sendo implementado pelo Banco Central do Brasil, despreza, ao não considerar as especificidades presentes na nossa estrutura de preços, as reais causas da inflação nacional, além de administrar uma política monetária de extremo conservadorismo às expensas de uma política fiscal igualmente restritiva, e, inclusive, para prejuízos desta. Não fossem a exuberante fase de liquidez internacional dos últimos anos e a expansiva política de crédito, estaríamos, há muito, atravessando forte crise econômica com prejuízos certos para produto e emprego.

Bibliografia

- ARESTIS, Phillip and Sawyer, Malcolm (2003). "Inflation Targeting: A Critical Appraisal". The Levy Economics Institute, Working Paper N° 388.
- ARESTIS, Phillip and Sawyer, Malcolm (2002). "Can Monetary Policy Affect the Real Economy". The Levy Economics Institute, Working Paper N° 355.
- BARRO, R. J. and Gordon, D. B. (1983a). "Rules Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy". *Journal of Monetary Economics*, julho.
- . (1983b). "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model. *Journal of Political Economy*, v.91(4).
- BERNANKE, B. S.; Laubach, T.; Mishkin, F.S.; and Posen, A.S. (1999). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton: Princeton University Press.
- CALVO, G. (1978). "On the Time Consistency of Optimal Policy in the Monetary Economy". *Econometrica*, v.46(6).
- CHICK, Victoria (1988). "The Evolution of the Banking System and the Theory of Monetary Policy". Discussion Paper, 89-03, University College London.
- CLARIDA, R. and Gertler, M. (1996). "How the Bundesbank Conducts Monetary Policy". *NBER Working Paper Series*, N° 5581.
- CLARIDA, R.; Galí, J.; Gertler, M. (1998). "Monetary Rules in Practice: Some International Evidence". *European Economic Review*, 42(6).
- COSTA, Fernando N. (1999). *Economia Monetária e Financeira: Uma Abordagem Pluralista*. São Paulo, Makron Books.

FARHI, Maryse (2004). “Metas de inflação e o medo de crescer”. *Política Econômica em Foco* N° 4, maio/outubro de 2004. Campinas: Cecon – IE-Unicamp .

-----.(2005a). “A ineficácia da política monetária”. *Política Econômica em Foco* N° 5, novembro 2004 / abril de 2005. Campinas: Cecon – IE-Unicamp.

-----.(2005b). “Repercussões da política monetária”. *Política Econômica em Foco* N° 6, maio/outubro de 2005. Campinas: Cecon – IE-Unicamp

FIOCCA, Demian (2000). *A Oferta de Moeda na Macroeconomia Keynesiana*. Editora Paz e Terra.

FONTANA, G e Palacio-Vera A. (2002). “Monetary Policy Rules: What are we learning?”. *Journal of Post Keynesian Economics*, 24-4.

FRIEDMAN, M. and Schwartz, A. J. (1963). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton, Princeton University Press.

FRIEDMAN, Milton (1968). “The Role of Monetary Policy”. *The American Economic Review*, vol 58.

HESS, Gregory D. and Morris, Charles S. (1996). “The Long Run Costs of Moderate Inflation”. *Federal Reserve of Kansas City Economic Review*, Second Quarter.

HUME, D. (1752). “Of Money”. *Writings on Economics*, nº 1752. Editado por ROTWEIN, E. Madison, University of Wisconsin Press, 1955.

INTRILIGATOR, M. D. (1971) *Mathematical Optimization and Economic Theory*. Londres, Prentice Hall.

JUDSON, R. and Orphanides A. (1996). “Inflation, Volatility and Growth”. Board of Governors of The Federal Reserve System.

KALDOR, Nicolas (1985). *The Scourge of Monetarism*. Oxford, Oxford University Press, 2ª ed.

KYDLAND, F. and Prescott, E. (1977). "Rules rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans". *Journal of Political Economy*, nº 85.

KUTTNER, K. N. and Mosser, P. C. (2002). "The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions". *Federal Reserve Bank of New York Economic Review*, 8(1).

LIBÂNIO, G. A. (2004). "Temas de Política Monetária: Uma Perspectiva Pós-Keynesiana". Texto para Discussão 229, CEDEPLAR, UFMG, 2004.

MILL, J. S. (1833). "The Currency Jungle". *Tait's Edinburgh Magazine*. Republicado em MILL, J. S. *Dissertations and Discussions*. Boston, 1865.

MINSKY, Hyman P. (1975). *John Maynard Keynes*. New York, Columbia University Press.

-----, (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale University Press.

MISHKIN, FREDERIC (1998). *Moedas, Bancos e Mercados Financeiros*. São Paulo. LTC.

MISHKIN, F. S. (2000). "Inflation Targeting in Emerging Market Countries". *NBER Working Paper Series*, Nº 7618.

MODENESI, A. M. (2005). *Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real*. São Paulo, Manole.

MOORE, Basil J. (1988). *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge, Cambridge University Press.

PERSSON, T. and Tabellini, G. (1994). (eds). Introduction. In: *Monetary and Fiscal Policy*, v.1 – *Credibility*. Cambridge (Mass), MIT Press.

ROUSSEAS, Stephen (1992). *Post Keynesian Monetary Economics*. New York, M. E. Sharpe, 2ª ed.

SAREL, Michael (1996). "Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth". *IMF Staff Papers*, V.43(1).

SICSÜ, João (2003). "Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta pós-keynesiana". *Análise Econômica*, V.21(39).

SICSÜ, João (2002). "Expectativas Inflacionárias no Regime de Metas de Inflação: Uma Análise Preliminar do Caso Brasileiro". *Economia Aplicada*, V. 6(4).

TAYLOR, John B. (1993). "Discretion versus Policy Rules in Practice". *Carnegie Rochester Conference series on Public Policy*, Nº 39, North Holland.

THORNTON, H. (1802). *An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. Editado por von HAYEK, F. A. Nova York, Reinhart.

TINBERGEN, J. (1952). *On the Theory of Economic Policy*. Amsterdã, North Holland.

----- (1967). *Economic Policy: Principles and Design*. Amsterdã, North Holland.

WRAY, L. Randall (1990). *Money and credit in capitalist economies: The endogenous money approach*. Aldershot, Edward Elgar.