



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS**

**Instituto de Economia**

**Nathalia Kleeberg Silva**

**Instrumentos macroprudenciais no regime de metas para inflação: laços que se unem?**

Campinas

2011

**Nathalia Kleeberg Silva**

**Instrumentos macroprudenciais no regime de metas para inflação: laços que se unem?**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Graduação do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação do Prof. Dr. Giuliano Contento de Oliveira.

Campinas

2011

### *Agradecimentos*

Primeiramente, gostaria de agradecer ao meu orientador Giuliano Contento de Oliveira pelas inúmeras dicas e sugestões, bem como pela sua disponibilidade em explicar minhas dúvidas. Agradeço também à minha família, principalmente minha mãe, pelo apoio incondicional durante meus anos de graduação. Meu muito obrigado também ao Ítalo pelos conselhos sábios durante esses anos. Agradeço a todos que de certa forma contribuíram para a realização deste trabalho.

Campinas

2011

SILVA, Nathalia Kleeberg. **Instrumentos macroprudenciais no regime de metas para inflação: laços que se unem?** 2011. 70f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

## RESUMO

O objetivo dessa monografia é avaliar as mudanças na concepção do regime de metas para inflação a fim de incorporar as medidas macroprudenciais como instrumentos adicionais para a condução da política monetária. Argumenta-se que tais instrumentos são compatíveis com o regime de metas de inflação, pois se complementam com os demais instrumentos na busca da estabilidade de preços e financeira, além de serem mais adequados para o controle da inflação e a redução de desequilíbrios financeiros.

O Banco Central do Brasil esteve em linha nesse processo de incorporação, pois vem atuando de forma intensa com tais instrumentos, assumindo uma postura de que apenas a elevação da taxa básica de juros se mostra relativamente menos eficaz e mais custosa socialmente. As medidas macroprudenciais, nesse sentido, reduziriam o grau de centralidade da taxa de juros de curto prazo, Selic, como instrumento de combate à inflação.

O estudo sobre a concepção do regime de metas de inflação, a obstrução dos canais de transmissão da política monetária e as peculiaridades dos países emergentes, revelou a necessidade de medidas macroprudenciais para auxiliar no controle da inflação e na estabilidade financeira da economia.

**Palavras-chaves:** política monetária; regime de metas para inflação; medidas macroprudenciais

**LISTA DE FIGURAS**

<b>Figura 1</b> – Formatos de regime de metas para inflação.....	26
<b>Figura 2</b> – Prováveis interações entre as políticas monetária e macroprudencial.....	53

## Sumário

INTRODUÇÃO .....	8
CAPÍTULO 1 - O Regime de Metas para Inflação e seus pilares teóricos .....	11
1.1 - Curva de Phillips e Taxa Natural de Desemprego.....	11
1.2 - Escola Novo Clássica .....	13
1.2.1 - Expectativas Racionais .....	14
1.2.2 - Market Clearing contínuo.....	14
1.2.3 - Hipótese de oferta agregada e efeito “surpresa” de Lucas .....	15
1.2.4 - Implicações de política para os novos clássicos.....	16
1.2.4.1 - Os custos reais de desinflação .....	16
1.2.4.2 - Inconsistência temporal, credibilidade, regras monetárias e independência do banco central .....	17
1.3 - Os Novos Keynesianos.....	19
1.3.1 - O Novo Consenso Macroeconômico .....	21
1.3.2 - O Regime de Metas de Inflação .....	22
CAPÍTULO 2 - As especificidades dos países “emergentes” e os canais de transmissão da política monetária .....	28
2.1 - Especificidades dos países emergentes .....	28
2.1.1 - O <i>pass-through</i> na economia brasileira .....	31
2.1.2 - A adoção do regime de metas para inflação nos países emergentes .....	33
2.2 - Os canais de transmissão da política monetária .....	36
2.2.1 - O canal dos juros .....	38
2.2.2 - O canal da riqueza .....	39
2.2.3 - O canal do crédito.....	41
2.2.4 - O canal do câmbio .....	42
2.2.5 - O canal das expectativas.....	44
CAPÍTULO 3 - As medidas macroprudenciais .....	46
3.1 - Conceito da política macroprudencial .....	47
3.1.1 - Principais Instrumentos .....	49
3.2 - As medidas macroprudenciais e a política monetária .....	51
3.2.1 - Compatibilização entre as medidas macroprudenciais e o regime de metas para inflação.....	55
3.3 - Política macroprudencial praticada pelo Banco Central do Brasil .....	57
CONCLUSÃO .....	62

BIBLIOGRAFIA ..... 66

## INTRODUÇÃO

A partir da década de 90, muitos países passaram a adotar o regime de metas para inflação como regime monetário. Esse regime foi criado dentro do contexto do Novo Consenso Macroeconômico como meio termo entre a realização de políticas discricionárias, tidas como causadoras de viés inflacionário<sup>1</sup> na economia, e as regras rígidas.

Como concebido pelos novos keynesianos, as metas para a inflação são baseadas nos seguintes pressupostos: anúncio público das metas por um determinado período; comprometimento institucional com a estabilidade da inflação como objetivo principal da política monetária (o principal objetivo do Banco Central é cumprir a meta estabelecida, responsabilizando-se pelo não cumprimento da mesma); transparência na condução da política monetária, a fim de facilitar a boa comunicação entre a autoridade e o público de sorte a evitar incertezas quanto à trajetória futura da inflação.

Para viabilizar a convergência da inflação para a meta preestabelecida, o banco central conta como principal instrumento a taxa de juros, o que dentro dos modelos macroeconômicos seria suficiente para manter a taxa de inflação em um nível baixo e estável, cumprindo com seu objetivo. A visão de que uma inflação baixa e estável favorece o crescimento econômico é fundamental para a formulação das metas para inflação. Os adeptos desse sistema sustentam que se o baixo nível de preços for garantido, a expansão da atividade econômica vem em decorrência. Outro pilar que sustenta o regime de metas é a credibilidade do Banco Central: por meio dela, os agentes econômicos criariam expectativas de que a inflação no futuro vai convergir para a meta, efetivando a convergência.

O resultado da aplicação do regime de metas pelos diversos bancos centrais contém graus distintos de flexibilidade, dentro de um modelo mais genérico, predito pelos novos keynesianos. Essa flexibilidade visa a acomodar políticas discricionárias para conter choques de oferta ou mudanças exógenas.

Os países emergentes que adotaram tal regime, incluindo o Brasil, possuem algumas características que dificultam a execução da política monetária tal como

---

<sup>1</sup> O viés inflacionário é o incentivo que os políticos possuem para utilizar as políticas macroeconômicas de curto prazo, indiscriminadamente, sem se importarem com o possível aumento do nível de preços do futuro, em decorrência das políticas praticadas.

admitida pelo Novo Consenso Macroeconômico. Por esse motivo, sugere-se a adoção de instrumentos que facilitam o atingimento da meta inflacionária, como os ditos instrumentos macroprudenciais. O Brasil vem utilizando cada vez mais as medidas macroprudenciais, de forma a aproximar a inflação da meta e a garantir a estabilidade financeira.

Com a crise global iniciada em 2008, muitos bancos centrais tiveram que tomar medidas consideradas como não convencionais pelo *mainstream* na tentativa de salvar seus sistemas financeiros, isto é, utilizaram das medidas macroprudenciais para reduzir a instabilidade financeira decorrente, sem, no entanto, abrir mão do regime de metas para a inflação. Muitos economistas do *mainstream* não consideravam as medidas macroprudenciais como ferramenta disponível para os bancos centrais. Para eles, se o banco central garantisse a estabilidade da inflação, não ocorreriam desequilíbrios financeiros. A crise forçou os principais economistas do *mainstream* e muitos *policymakers* a rever o modo como acreditavam conduzir a política monetária.

Dessa forma, a política monetária antes vista como um instrumento (taxa de juros) para combater uma meta (inflação), deixou de ter um único instrumento, revelando também a importância de outros objetivos. Para isso, passaram a contar com as medidas macroprudenciais que visam não apenas auxiliar a conter a inflação, mas também a estabilidade financeira.

O objetivo deste trabalho é avaliar as mudanças no regime de metas para a inflação a fim de incorporar as medidas macroprudenciais como instrumentos compatíveis com o regime, contribuindo para a condução de forma mais adequada tanto do controle da inflação como da estabilidade financeira. A condução da política monetária pelo Banco Central do Brasil é o pano de fundo para a exemplificação dessas mudanças, que estão em linha com a revisão no pensamento macroeconômico.

O estudo está estruturado em três capítulos. No primeiro, será abordada a origem do regime de metas para a inflação a partir de seus principais pilares teóricos. O segundo capítulo apresentará as peculiaridades dos países emergentes, dentre eles o Brasil, como o elevado *pass-through* do câmbio aos preços e a volatilidade cambial, bem como algumas questões envolvendo os canais de transmissão da política monetária. No terceiro capítulo serão conceituados os instrumentos macroprudenciais e como o desenho de política monetária realizado pelo Banco Central do Brasil, através do uso de medidas que não se encontravam no escopo do regime de metas para a inflação, colaboraram para manter a inflação dentro da meta e para a estabilidade financeira.

Ainda neste capítulo, serão abordadas as conclusões quanto à aceitação de objetivos além da estabilidade de preços e do uso de instrumentos macroprudenciais como mecanismo para assegurar a estabilidade financeira por parte do *mainstream*.

## **CAPÍTULO 1 - O Regime de Metas para Inflação e seus pilares teóricos**

O regime de metas para a inflação foi criado como parte importante do pensamento do Novo Consenso Macroeconômico (NCM). Para entendermos os pressupostos do regime, é preciso analisar como se constituiu o NCM, ou Nova Síntese Neoclássica, e como as escolas de pensamento anteriores influenciaram a construção do regime de metas para a inflação. Para tanto, o ponto de partida, na seção 1, será a explanação das ideias dos monetaristas e sua contribuição quanto à Curva de Phillips e à Taxa Natural de Desemprego. Na seção 2, discute-se a abordagem dos novos clássicos os quais colaboram com outros aspectos teóricos, como as expectativas racionais, teoria da independência do banco central e a inconsistência intertemporal das políticas macroeconômicas discricionárias. A seção 3 analisa a perspectiva novo keynesiana, a qual fornece o arcabouço teórico para o regime de metas para inflação propriamente dito. Como será visto a seguir, o modelo novo keynesiano desenvolve novas hipóteses e incorpora alguns aspectos teóricos das escolas anteriores, como as expectativas racionais e a inconsistência temporal, para delinear o regime de metas para inflação.

Com isso, é necessário, portanto, partir dos monetaristas e sua contribuição quanto a alguns pilares teóricos, iniciando a análise através da constituição da Curva de Phillips e da Taxa Natural de Desemprego.

### **1.1 - Curva de Phillips e Taxa Natural de Desemprego**

De acordo com Neves e Oreiro (2008), durante as duas décadas após a Segunda Guerra Mundial, a política monetária foi a responsável por sustentar níveis elevados de emprego. Foi durante esta época que A.W. Phillips desenvolveu um estudo empírico constatando que existe um *trade-off* entre a elevação dos salários monetários e a taxa de desemprego, constituindo uma relação inversa.

Na década de 60, Samuelson e Solow, a partir do trabalho de Phillips, substituíram os salários nominais pela taxa de inflação, obtendo a mesma relação de

*trade-off* entre taxa de inflação e taxa de desemprego, o que constituiu a chamada curva de Phillips. A política macroeconômica poderia ser manipulada de tal forma a alcançar um baixo nível de desemprego com uma taxa de inflação aceitável. No entanto, a estagflação da década de 70 pôs em xeque a ideia de que a curva de Phillips constituía uma relação estável e explorável entre inflação e desemprego, uma vez que este fenômeno não era concebível dentro dessa teoria.

Para explicar tal fenômeno, os monetaristas apresentaram uma hipótese alternativa para a curva de Phillips, chamada de aceleracionista, distinguindo efeitos de curto prazo dos efeitos de longo prazo através da introdução da taxa natural de desemprego.

Dentro do conceito de taxa natural de desemprego, o mercado de trabalho está em equilíbrio quando a taxa de inflação corrente é igual à taxa de inflação esperada<sup>2</sup>, ou seja, a inflação é totalmente antecipada. Isso pode ser observado através da curva de Phillips, a qual se torna vertical no longo prazo, uma vez que a taxa de desemprego retorna ao seu nível natural à medida que as expectativas vão se adaptando. Disso decorre que as tentativas de se manter o desemprego abaixo de seu nível natural resultariam numa trajetória aceleracionista da inflação. Conforme descrito por Snowdon e Vane:

“According to Friedman’s natural rate hypothesis, fluctuations of aggregate demand cannot exercise any influence over the natural rate of unemployment, which is determined by real supply side influences. The conventional natural rate view allows monetary and other demand shocks to shift aggregate demand, thereby influencing the actual rate of unemployment in the short run. But, as inflationary expectations adjust, unemployment returns to its long-run equilibrium (natural) rate.” (Snowdon e Vane, 2005:403)

A diferença entre a curva de Phillips anterior e a aceleracionista se baseava na distinção entre salários nominais e salários reais. Haveria um *trade-off* de curto prazo porque os agentes podem sofrer ilusão monetária, ao considerarem um aumento de salário nominal como uma elevação de salário real, o que os leva a aumentar a oferta de trabalho. No entanto, o aumento do salário nominal é acompanhado de aumento dos preços, o que reduz paulatinamente o poder de compra dos salários, eliminando a elevação de salário real no longo prazo. Porém, à medida que os trabalhadores percebem que não houve aumento real nos salários, a taxa de desemprego retorna ao

---

<sup>2</sup> Ver Snowdon e Vane (2005: 177).

nível anterior, isto é, volta ao seu nível natural - a taxa natural de desemprego. (Neves e Oreiro, 2008)

Dessa forma, uma política monetária ou fiscal que visasse reduzir o emprego só teria efeito no curto prazo, enquanto os agentes sofressem de ilusão monetária, sendo que esse efeito seria revertido assim que os agentes percebessem que não houve aumento de renda real.

Na década de 70, como contraposição ao monetarismo, a escola novo clássica surgiu com a adoção da hipótese de expectativas racionais e a defesa da neutralidade da moeda no curto prazo. Por meio da hipótese de expectativas racionais, os novos clássicos eliminaram a suposição de ilusão monetária dos agentes, a então base teórica dos monetaristas para a explicação da não-neutralidade da moeda no curto prazo. Algumas suposições teóricas criadas pelos novos clássicos farão parte da constituição do regime de metas de inflação, como será visto a seguir.

## 1.2 - Escola Novo Clássica

A escola novo clássica surgiu como contraposição aos monetaristas, tendo como um dos principais expoentes Robert E. Lucas Jr. A visão dos novos clássicos pode ser resumida em três elementos básicos, de acordo com Snowdon e Vane (2005): 1) hipótese de expectativas racionais; 2) contínuo *market-clearing*, e 3) efeito surpresa de Lucas.

Dentre os importantes pilares que sustentam a teoria dos novos clássicos, alguns pontos devem ser destacados: 1) ênfase em equilíbrio Walrasiano, isto é, adotam premissas microeconômicas de equilíbrio geral, extrapolando-as para o âmbito macroeconômico; 2) adoção da premissa de que todos os agentes são racionais, isto é, são otimizadores: as firmas maximizam os lucros enquanto os consumidores maximizam a utilidade; 3) os agentes levam em conta apenas as variáveis reais para tomar decisões; 4) há flexibilidade completa de preços e salários, o que garante que o mercado esteja em contínuo equilíbrio, já que se ajusta de forma rápida (*market clearing*). Com essas premissas, variações na quantidade de moeda são neutras com relação ao produto e emprego, alterando apenas o nível de preços no longo prazo.

### 1.2.1 - Expectativas Racionais

As expectativas racionais apareceram inicialmente em Muth (1961), em um contexto microeconômico, mas foram estendidas para o âmbito macroeconômico pelos novos clássicos, principalmente com o texto de Lucas (1972). De acordo com o conceito de expectativas racionais, os agentes, ao formularem suas expectativas, fazem uso de todas as informações disponíveis.

De acordo com Snowdon e Vane (2005), dentro da teoria das expectativas racionais, os agentes, ao constituírem suas expectativas, levam em consideração o que eles acreditam ser o modelo macroeconômico correto, fazendo uso de todas as informações disponíveis para a elaboração, de forma racional, das suas expectativas. No entanto, eles podem incorrer em erros de previsão, uma vez que há informação imperfeita.

Disso decorre que os agentes não formam expectativas sistematicamente incorretas ao longo do tempo, pois aprendem com os erros e, com isso, mudam a formação das suas expectativas. O erro que pode acontecer ao formar uma expectativa não é correlacionado com as informações existentes, senão os agentes não estariam explorando totalmente as informações disponíveis. Como os indivíduos fazem o melhor com as informações, sem desperdiçá-las, estarão sempre em equilíbrio.

### 1.2.2 - Market Clearing contínuo

A segunda hipótese, segundo Snowdon e Vane (2005), é a de que todos os mercados ficam continuamente em equilíbrio, como na teoria Walrasiana. O produto é entendido como resultado do equilíbrio ótimo da demanda e oferta, pela percepção de preço dos agentes. Como isso, a economia é vista como em contínuo equilíbrio, tanto no longo prazo como no curto.

Nos modelos de *market clearing*, os agentes econômicos, consumidores e firmas, são tomadores de preços, isto é, o preço do mercado é dado e os agentes não possuem nenhum poder de *mark-up* para influenciar os preços, pois as firmas operam em um mercado perfeitamente competitivo. Dentro desse mercado as firmas podem

decidir apenas entre a quantidade a ser produzida, uma vez que o preço é dado. O *market-clearing* implica que os preços se ajustam rapidamente, ou seja, são flexíveis.

### **1.2.3 - Hipótese de oferta agregada e efeito “surpresa” de Lucas**

Para se examinar a curva de oferta agregada, parte-se para a análise do mercado de trabalho. Conforme descrito em Snowdon e Vane (2005), os trabalhadores decidem quanto tempo alocar entre trabalho e lazer, pois têm uma noção da média de salário real normal. Se o salário real corrente estiver acima dessa média, os trabalhadores terão incentivos para trabalhar mais, em detrimento de menor tempo para o lazer, pois antecipam que no futuro os salários serão menores, e que por conta disso terão mais lazer; o contrário também é verdadeiro. A oferta de trabalho é, portanto, determinada pelas mudanças temporárias no salário real, como resposta de um comportamento de substituição do lazer presente por lazer futuro, e vice-versa, a chamada substituição temporal. Nesse aspecto, mudanças no emprego são decorrentes de escolhas voluntárias de trabalhadores que decidem a alocação entre trabalho e lazer.

A outra ponta da oferta agregada, segundo os autores acima citados, advém do mercado de bens. Assume-se que as empresas sabem o preço dos seus próprios produtos, mas o nível geral de preços só se tornará conhecido com certo espaçamento de tempo. Quando uma firma percebe que o preço real de seus produtos está aumentando, precisa distinguir se esse aumento é fruto de variação real na demanda pelo produto, caso em que a firma deve responder racionalmente ampliando a produção, ou se é um aumento nominal em todos os mercados, refletindo uma elevação geral do nível de preços. Em suma, a firma precisa distinguir entre uma mudança relativa ou absoluta nos preços. Quanto maior for a volatilidade do nível geral de preços, maior será a dificuldade do produtor em extrair o sinal correto do movimento dos preços.

A análise do comportamento dos agentes em termos de oferta, tanto no mercado de trabalho como no mercado de bens, é referido como “surpresa de Lucas”. Dessa premissa decorre que o produto se desvia da sua taxa natural apenas em resposta a desvios do nível de preços atual do seu valor esperado (formado de maneira racional). Quando o nível de preços atual for maior do que o esperado, os agentes são

surpreendidos, pois acreditaram que a elevação de preços não era a nível geral, mas sim um aumento de preço relativo quanto aos seus produtos, o que resulta em crescimento de emprego e produto. Se não houvesse esse efeito surpresa, o produto estaria em seu nível compatível com a taxa natural de desemprego.

Disso decorre que variações no produto só acontecem quando os agentes, ao formar suas expectativas de forma racional, erram em suas previsões (não porque não utilizaram toda a informação disponível, mas porque a informação era imperfeita). O efeito surpresa nos preços leva a uma redução temporária do desemprego, abaixo do seu nível natural.

## **1.2.4 - Implicações de política para os novos clássicos**

### ***1.2.4.1 - Os custos reais de desinflação***

Uma das implicações da visão novo clássica, de acordo com Snowdon e Vane (2005), é a de que há um custo em termos de produto e emprego ao reduzir a inflação<sup>3</sup>. Os novos clássicos partilham a ideia de que a inflação é um fenômeno essencialmente monetário, causado por excesso de crescimento da moeda. O volume de perda de produto que uma economia pode sofrer com o processo de redução da inflação é conhecido como “*sacrifice ratio*”. Se o anúncio da política monetária não possuir credibilidade, as expectativas de inflação não vão se reduzir suficientemente para conduzir a economia a uma desinflação sem custos em termos de produto e emprego. Neves e Oreiro (2008) afirmam que:

“portanto, para os novos clássicos, a autoridade monetária deve conduzir a política monetária de forma clara e convincente, para que se obtenha o controle da inflação sem custos para a sociedade.” (Neves e Oreiro, 2008:106)

Muito se debateu entre os economistas novos clássicos sobre o uso das regras versus discricionariedade, isto é, qual das duas alternativas de política monetária seria a

---

<sup>3</sup> O conceito de *sacrifice ratio* apareceu inicialmente na escola monetarista, o que demonstra uma extensão desse pensamento para os novos clássicos.

melhor em termos de redução dos custos sociais. As regras permitiriam o conhecimento público das ações das autoridades monetárias e o comprometimento das mesmas em termos de alcance do objetivo predeterminado, enquanto as políticas discricionárias permitiriam a otimização das políticas em cada momento do tempo.

A opção de política desejável, do ponto de vista dos novos clássicos, foi o uso de regras em decorrência de uma característica das políticas macroeconômicas: a inconsistência temporal e o viés inflacionário que as políticas discricionárias podem causar, dois assuntos que serão descritos a seguir.

#### ***1.2.4.2 - Inconsistência temporal, credibilidade, regras monetárias e independência do banco central***

Kydland e Prescott (1977) afirmam que existe uma função social (*social objective function*) que racionaliza a escolha da política. Essa equação indica que tanto a inflação quanto o desemprego são nocivos em termos de bem-estar social, uma vez que a redução de ambos aumentaria o bem-estar social. No entanto, os autores argumentam que a utilização de políticas discricionárias não maximiza a *social objective function*. Para exemplificar essa questão, Snowdon e Vane (2005) afirmam que:

“Suppose a government formulates what it considers to be an optimal policy which is then announced to private agents. If this policy is believed, then in subsequent periods sticking to the announced policy may not remain optimal since, in the new situation, the government finds that it has an incentive to renege or cheat on its previously announced optimal policy. The difference between *ex ante* and *ex post* optimally is known as ‘time inconsistency’.” (Snowdon e Vane, 2005:251)

Em outras palavras, os *policymakers* têm certo incentivo em não manter a inflação baixa, uma vez que uma inflação mais alta leva a uma taxa de desemprego abaixo da taxa natural de desemprego. Se os agentes formulam suas expectativas considerando que a autoridade monetária vai manter a inflação baixa, política esta anunciada previamente pela autoridade, os *policymakers* poderão ter incentivos a abandonar a política que estavam praticando até então para reduzir o nível de desemprego abaixo do seu nível natural, o que teria como consequência elevação da inflação.

É nesse contexto que, de acordo com os novos clássicos, ocorre o viés inflacionário, inerente às políticas discricionárias. Políticas que não sejam pautadas por regras tendem a ser usadas pelos *policymakers* de forma indiscriminada, a fim de reduzir o nível de desemprego abaixo do seu nível natural, causando elevação na inflação (viés inflacionário). Portanto, a superação do problema da inconsistência dinâmica requer a adoção de regras que visam conter o incentivo de que *policymakers* tentem se beneficiar politicamente da redução no nível de desemprego no curto prazo, adotando uma política macroeconômica inconsistente no tempo, pois o desemprego abaixo da taxa natural, na visão novo clássica, não se sustenta no longo prazo.

Kydland e Prescott (1977) argumentam que a inconsistência dinâmica enfraquece consideravelmente a credibilidade das políticas, sendo a questão da reputação fundamental na formulação das políticas monetárias, bem como a adoção de regras a fim de maximizar a *social objective function* e evitar que as autoridades monetárias percam a credibilidade, o que provocaria elevação do custo de desinflação. Quanto à credibilidade das políticas, a regra evita que a autoridade monetária pratique políticas discricionárias por medo de perder sua reputação, como afirma Barro e Gordon (1984):

“Because of the repeated interactions between the policymaker and the private agents, it is possible that reputational forces can support the rule. That is, the potential loss of reputation--or credibility—motivates the policymaker to abide by the rule. Then, the policymaker foregoes the short-term benefits from inflation shocks in order to secure the gain from low average inflation over the long term.” (Barro e Gordon, 1984:102)

O debate quanto à independência do Banco Central teve muita influência do pensamento novo clássico, principalmente com relação às expectativas racionais, inconsistência intertemporal, reputação e credibilidade. Uma vez que as políticas discricionárias levam ao viés inflacionário, então há necessidade de um fundamento institucional que reduza as ações discricionárias: a independência do banco central forneceria o fundamento institucional para a não discricionariedade.

A ênfase desses modelos na importância de instituições e regras fornece um forte argumento para o estabelecimento de bancos centrais independentes, em que a discricionariedade é limitada pelos objetivos explícitos de anti-inflação e pelo fato de que o banco central não sofreria influências políticas. Além disso, existe a questão da responsabilidade do banco central: as recompensas e as penalidades são baseadas no cumprimento do objetivo de controle inflacionário.

Segundo a teoria da independência do banco central, a adoção desse padrão institucional evita a inconsistência dinâmica e reduz as taxas de inflação média. No entanto, isso não é um consenso, já que muitos economistas duvidam que bancos centrais conduzidos por regras sejam melhores do que bancos centrais em que a discricionariedade seja permitida, dada a possibilidade de que haja choques imprevistos cujas políticas tradicionais não sejam capazes de combater.

Muitos fundamentos da teoria novo clássica foram contestados, principalmente a suposição de contínuo *market-clearing* e a proposição de ineficiência das políticas macroeconômicas, já que a antecipação dos agentes, por meio das expectativas racionais, reduziria seu efeito. A partir da década de 70, os modelos novos clássicos deram lugar a uma nova corrente de pensamento, os novos keynesianos, os quais discutiam tais pontos contestados da escola anterior.

### 1.3 - Os Novos Keynesianos

Embora dentro da escola novo keynesiana haja grupos de pensadores heterogêneos, o termo “escola” é mais uma conveniência do que um termo apropriado, uma vez que os grupos de economistas não compartilham de todas as ideias. Como observam Neves e Oreiro (2008):

“Os novos-keynesianos são um novo arcabouço teórico de crítica ao equilíbrio walrasiano, sem significar, contudo, um rompimento com a ortodoxia, como fica claro na aceitação da hipótese das expectativas racionais. Ao contrário da visão prevalecente até então no *mainstream*, essa nova escola considera que existem falhas de mercado, devido à rigidez nos preços e salários (...)” (Neves e Oreiro, 2008:107)

Dessa forma, os novos keynesianos contestam alguns pilares que sustentavam a teoria novo clássica, como o *market-clearing* contínuo e a flexibilidade de preços e salários. Embora aceitem algumas hipóteses daquela escola de pensamento, como as expectativas racionais e a necessidade de um banco central independente e com credibilidade a fim de reduzir a inconsistência temporal e o viés inflacionário, atribuem basicamente dois novos conceitos para sua teoria: a questão de que no curto prazo os preços são rígidos; e a de que não há concorrência perfeita, existindo falhas e fricções nos mercados. Por haver tais imperfeições, a moeda não é neutra no curto prazo, afetando as variáveis reais, sendo neutra apenas no longo prazo.

Como os modelos novo keynesianos enfatizam a rigidez de preços, choques de demanda e de oferta podem afetar as variáveis reais da economia, o que abriria espaço para a utilização de políticas voltadas ao aumento do produto e do emprego. Com isso, os novos keynesianos se contrapõem à visão dos novos clássicos de que o mercado está continuamente em equilíbrio (*market clearing*). Portanto, o papel da política monetária para os novos keynesianos é de suma importância, sendo considerada por muitos economistas dessa corrente a política com maior eficácia no curto prazo. Alguns pensadores dessa escola argumentam que as políticas fiscais não são eficazes para afetar a atividade econômica, tendo sido rebaixadas do ponto de vista teórico enquanto instrumento de política macroeconômica<sup>4</sup>.

Dentro das hipóteses teóricas dos novos keynesianos, destaca-se o NAIRU. O termo NAIRU (*non-accelerating inflation rate of unemployment*) se refere à taxa de desemprego que não leva à aceleração da inflação. Por exemplo, se a taxa de desemprego estiver acima do NAIRU, espera-se que a inflação se reduza, até o ponto em que a taxa de desemprego esteja a um nível em que a inflação seja constante. A NAIRU pode ser considerada uma aproximação da taxa natural de desemprego, empregada por Friedman.

No entanto, quanto à formulação das políticas monetárias, muitos economistas dessa escola de pensamento rejeitam tanto a ideia de regras rígidas como discricionariedade absoluta. Como um meio termo entre a regra e a discricionariedade, defendem o uso de medidas intervencionistas em casos de grandes choques, como pode ser observado em Snowdon e Vane (2005):

“Echoing this concern, new Keynesian analysis provides theoretical support for policy intervention, especially in the case of huge shocks which lead to persistence, because the adjustment process in market economies works too slowly. An increasing consensus of economists now support the case for some of constrained discretion in the form of an activist rule.” (Snowdon e Vane, 2005:410)

Como visto, a chamada “*constrained discretion*” é considerada o meio termo, em que os *policymakers* são norteados por regras, não permitindo o uso de políticas discricionárias indiscriminadamente, salvo em exceções como choques não previstos. É dentro desse contexto que estão inseridos os economistas do chamado Novo Consenso

---

<sup>4</sup> Para maiores detalhes, ver Blinder (2004), Arestis (2008), Fontana (2008) e Martins e Fahri (2011).

Macroeconômico, ou Nova Síntese Neoclássica, elaboradores do regime de metas de inflação, e que será descrito a seguir.

### 1.3.1 - O Novo Consenso Macroeconômico

Os elementos centrais do Novo Consenso Macroeconômico (NCM) são a utilização de modelos macroeconômicos que levem em conta a otimização intertemporal, o uso da hipótese das expectativas racionais, e a aceitação da rigidez de preços. Snowdon e Vane (2005) colocam as visões do NCM da seguinte maneira:

“(...) The ‘New Neoclassical Synthesis’ models suggests four major conclusions about the rule of monetary policy. First, monetary policy has persistent effects on real variables due to gradual price adjustment. Second, there is ‘little’ long-run trade-off between real and nominal variables. Third, inflation has significant welfare cost due to its distorting impact on economic performance. Fourth, in understanding the effects of monetary policy, it is important to take into account the credibility of policy. This implies that monetary policy is best conducted within a rules-based framework, with central banks adopting a regime of inflation targeting.” (Snowdon e Vane, 2005:411)

Dentro desse contexto, a inflação é vista como danosa para a economia real, pois imprime a ela custos, principalmente se a inflação não for antecipada. Tais custos podem ser tanto pela distorção na distribuição de renda como no mecanismo de precificação, além de elevar a incerteza, reduzindo assim o investimento e o crescimento econômico. Por esse motivo, uma inflação baixa e estável deve ser o objetivo a ser perseguido pela política monetária, uma vez que ela leva a economia ao crescimento. Isso seria obtido a partir da adoção do regime de metas para a inflação.

Com isso, cria-se o regime de metas para inflação, o qual é um quadro de política baseado em regras (*rules-based framework*)<sup>5</sup>, cujo objetivo principal é o de manter a inflação a um nível baixo e estável por meio do anúncio de metas por parte das autoridades monetárias, como será descrito no próximo item.

---

<sup>5</sup> Para alguns economistas do *mainstream*, o regime de metas para inflação deve ser considerado como meio termo, conforme defende Bernanke e Mishkin (1997).

### 1.3.2 - O Regime de Metas de Inflação

A formulação de política monetária sob o regime de metas de inflação foi desenhada pelo pensamento novo keynesiano. Para Neves e Oreiro (2008),

“A atual forma de condução da política monetária está inserida no contexto do Novo Consenso Macroeconômico, em que o principal objetivo da política monetária é o controle inflacionário, dado que a inflação é um fenômeno monetário. Desse modo, a taxa de juros é o principal instrumento utilizado pelo banco central para estabilizar a inflação no longo prazo, sendo admitido o seu impacto sobre a demanda agregada no curto prazo. Entretanto, no longo prazo, as variáveis reais são afetadas apenas pelo lado da oferta, como por exemplo, no caso da flexibilidade no mercado de trabalho.” (Neves e Oreiro, 2008:112)

Um elemento central para a formulação das políticas monetárias dentro do NCM é a aceitação de que inflação baixa e estável conduz ao crescimento econômico, sendo que a alta do nível dos preços tem um custo de bem-estar social, ao reduzir a atividade econômica. Como há um reconhecimento entre os economistas de que a inflação alta é danosa à economia, o objetivo primordial da política monetária deve ser a contenção da inflação, compreendida como um fenômeno exclusivamente monetário.

Bernanke e Mishkin (1997) argumentam que as metas inflacionárias foram criadas como meio termo entre a regra e a discricionariedade, conformando-se no que eles chamam de *framework*. Para eles, o regime não deve ser visto como uma política rígida, mas deve ser entendido como um “quadro de referência” mais flexível e com possibilidade de acomodação de políticas mais discricionárias. Os autores argumentam que o regime de metas permite a “*constrained discretion*”, isto é, existe um quadro com regras para que a política monetária alcance as metas de longo prazo de forma clara e sustentável, também permitindo medidas de cunho discricionário como resposta a choques não antecipados. Por ser um regime baseado em determinadas regras, evitaria o viés inflacionário inerente às políticas discricionárias, como foi argumentado pela escola anterior e colocado por Kydland e Prescott (1977).

No regime de metas para inflação, a política monetária é caracterizada pelo anúncio oficial de metas para a taxa de inflação e pelo comprometimento institucional quanto ao cumprimento das metas, sendo estas o objetivo primordial da política monetária. Além disso, pressupõe a transparência na condução da mesma, a fim de facilitar a melhor comunicação entre o banco central e os agentes econômicos. Ademais, o banco central é julgado pelo público pelo alcance ou não das metas. O

banco central, por sua vez, deve ser uma entidade politicamente independente, a fim de evitar políticas discricionárias com viés inflacionário (hipótese de independência do banco central). A base para as decisões de política monetária advém da comparação entre a inflação esperada e a meta predeterminada: quanto mais perto da meta estiver a inflação esperada, maior é a credibilidade dos agentes naquelas medidas tomadas pelo banco central. Se um banco central tem histórico de anúncio e realização de determinadas políticas, a instituição tende a ganhar maior credibilidade perante os agentes econômicos, dispondo de reputação.

Em decorrência da assunção da hipótese da trindade impossível, isto é, do fato de não ser possível conciliar a mobilidade de capitais com câmbio fixo e política monetária independente, a autoridade monetária precisa abrir mão de um desses fatores, não podendo manter os três simultaneamente. Se a opção da autoridade monetária for a de independência da política monetária, como seria o caso do regime de metas de inflação, ou a livre mobilidade de capitais ou a taxa de câmbio fixa precisará ser abandonada (Snowdon e Vane, 2005:414)

Arestis e Sawyer (2003) criticam esse tipo de formulação da política monetária, afirmando que os bancos centrais que adotam esse sistema, em casos de choques de oferta, tentariam conter a inflação por meio do agravamento da recessão, pois o ajuste do regime de metas se dá pela contração da demanda. Mesmo os bancos centrais que tenham objetivo duplo de estabilidade de preços e estímulo à atividade econômica agiriam do mesmo modo simplesmente porque eles são avaliados com base no alcance da meta inflacionária, não no crescimento do produto, pois o objetivo de inflação estável no longo prazo não pode ser comprometido com objetivos de estabilização da economia de curto prazo.

As principais ideias quanto ao regime de metas de inflação, dentro do arcabouço teórico pode ser resumida em três equações, de acordo com Arestis e Sawyer (2003):

$$Y_t^g = a_0 + a_1 Y_{t-1}^g + a_2 E_t(Y_{t+1}^g) - a_3 [R_t - E_t(p_{t+1})] + s_1 \quad (1)$$

$$p_t = b_1 Y_t^g + b_2 p_{t-1} + b_3 E_t(p_{t+1}) + s_2 \quad (2)$$

$$R_t = (1 - c_3) [RR^* + E_t(p_{t+1}) + c_1 Y_{t-1}^g + c_2 (p_{t-1} - p^T)] + c_3 R_{t-1} \quad (3)$$

Em que  $Y^g$  é o hiato do produto,  $R$  é a taxa nominal de juros e  $p^T$  a meta inflacionária,  $RR^*$  é a taxa de juros real de equilíbrio, isto é, quando o hiato do produto é igual a zero e  $E_t$  refere-se às expectativas em um período  $t$ .

A equação 1 representa a demanda agregada (IS), em que as decisões de gasto são tomadas por meio da otimização intertemporal de uma função de utilidade em que o hiato do produto ( $Y_t^g$ ) depende do seu valor passado ( $Y_{t-1}^g$ ), da expectativa de seu valor futuro ( $Y_{t+1}^g$ ), da taxa real de juros ( $R_t - E_t(p_{t+1})$ ) medida através da diferença entre a taxa de juros nominal e a expectativa de inflação no próximo período, e de choques estocásticos referidos na equação como  $s_1$ . No curto prazo, admite-se existir a rigidez de preços, mas no longo prazo, todos os preços são tidos como flexíveis.

A equação 2 se refere à Curva de Phillips, em que a inflação corrente ( $p_t$ ) é determinada pela inflação passada ( $p_{t-1}$ ), pela expectativa de inflação futura ( $E_t(p_{t+1})$ ), e pelo produto atual ( $Y_t^g$ ). Os autores afirmam que a expectativa de inflação pode ser um indício de credibilidade do banco central, pois quanto maior a credibilidade, menor é a expectativa de inflação no próximo período, sem que haja grandes custos em se reduzir a inflação, o que implica em menor *sacrifice ratio*.

Já a equação 3 é a regra de política monetária, equivalente a uma regra de Taylor<sup>6</sup>. As autoridades monetárias definem a taxa de juros nominal ( $R_t$ ) por meio da inflação esperada no próximo período ( $E_t(p_{t+1})$ ), do hiato do produto passado ( $Y_{t-1}^g$ ), do desvio da inflação da sua meta ( $p_{t-1} - p^T$ ) e da taxa de juros real de equilíbrio de longo prazo ( $RR^*$ ). Arestis e Sawyer (2003) afirmam que se a inflação estiver acima da meta, a equação 3 dita o aumento dos juros para conter a inflação, enquanto o contrário, quando a inflação estiver abaixo da meta, a economia requer uma taxa de juros menor para estimular a economia.

Quanto à dinâmica inerente às três equações que norteiam o regime de metas de inflação, Neves e Oreiro (2008) afirmam que:

“A interação entre essas três equações proporciona a dinâmica do modelo. Se, por exemplo, a inflação está acima da meta estipulada ex ante, as autoridades monetárias aumentarão a taxa nominal de juros de curto prazo via Equação 3, com a intenção de assegurar a convergência da inflação para sua meta. No curto prazo, a elevação da taxa nominal de juros reduz a demanda agregada através da Equação 1, e a magnitude dessa redução vai depender da elasticidade intertemporal da substituição. Quanto maior for esse parâmetro, maior será o sacrifício da demanda hoje, em prol de uma maior

---

<sup>6</sup> Taylor (1993) elaborou um estudo em que defende que o comportamento da taxa de juros do Federal Reserve pode ser representada linearmente por uma equação. O estudo de Taylor foi feito com base nos dados americanos de certo período atribuindo determinados pesos às variáveis. O resultado obtido foi que a taxa de juros nominal do Fed depende da taxa de inflação, da taxa de juros de equilíbrio, da diferença entre a taxa de inflação corrente e a meta estipulada e do hiato do produto. Essa relação foi melhor explorada por outros economistas, o que veio a constituir a chamada Regra de Taylor.

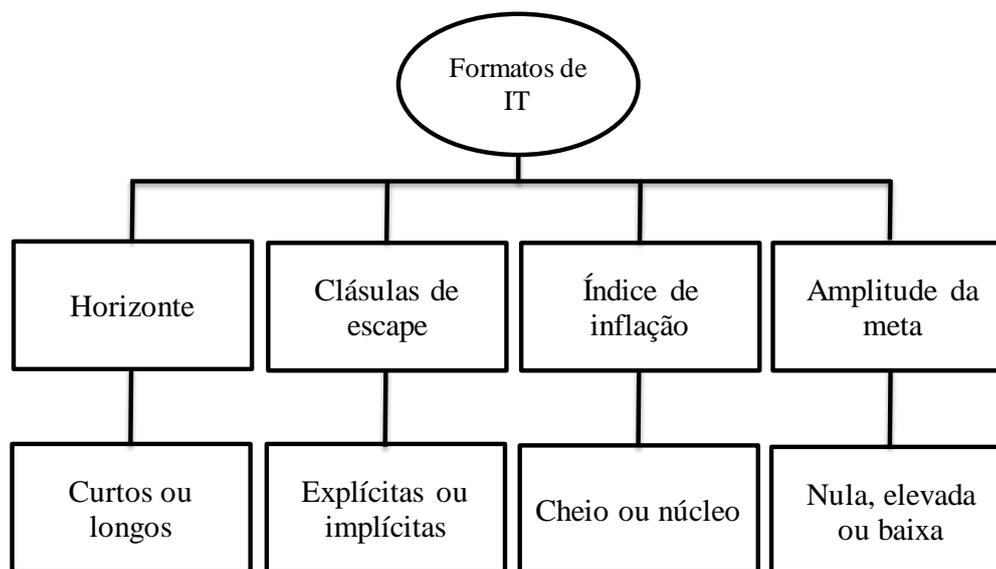
demanda no futuro. Como resultado, a inflação no período será menor, conforme equação 2.” (Neves e Oreiro, 2008:115)

Em suma, o modelo dos novos keynesianos por identificar que existe rigidez de preços no curto prazo, permite que a política monetária seja não neutra (isto é, afeta as variáveis reais) no curto prazo. Também identifica que há correlação positiva no curto prazo entre produto e emprego (ou seja, a aceitação da Curva de Phillips) e que a taxa de juros real afeta no curto prazo o produto. De acordo com essa abordagem, o principal objetivo da política monetária deve ser o cumprimento da meta de inflação, uma vez que se esta estiver em níveis baixos e estáveis, a economia seguirá em trajetória de crescimento.

Bernanke e Mishkin (1997), afirmam que embora a inflação seja o objetivo último da política monetária, há espaço para os bancos centrais realizarem medidas de estabilização de curto prazo, principalmente com relação ao produto e à taxa de câmbio. Tal flexibilidade pode ser usada através tanto da escolha do índice de preço, que pode ser definido a fim de excluir ou atenuar efeitos de um choque de oferta, como da adoção de uma banda, ao invés de uma única taxa como meta (o que daria certa flexibilidade no curto prazo). Ademais, permite-se também a possibilidade de as metas poderem ser ajustadas, no curto prazo, para acomodar choques de oferta ou outras mudanças exógenas. Dito de outra forma, diferentes formatos institucionais de regime de metas para inflação ensejam distintos graus de flexibilidade da política monetária.

Oliveira (2006) resume as possibilidades para configuração do regime na figura 1. Podemos observar de forma esquemática que os diferentes formatos consistem no estabelecimento do horizonte temporal para atingimento da meta, das cláusulas de escape em circunstâncias anormais que possam comprometer o alcance da meta estabelecida, do uso do índice de inflação cheio ou do núcleo, e da utilização ou não de bandas no entorno da meta. Quanto mais o regime se valer desse espaço para acomodação de choques, mais flexível se torna. Em virtude dessa flexibilidade, a política monetária pode alcançar a meta sem grandes custos sociais, como redução no crescimento econômico e no emprego. O grau de flexibilidade depende, portanto, do tipo de formato adotado do regime de metas para inflação, o qual deve ser elaborado a fim de se adequar às características de cada país.

**Figura 1. Formatos de regime de metas para inflação (IT)**



Fonte: Oliveira (2006)

Bernanke e Mishkin (1997) afirmam ainda que na prática, cada banco central que adotou o regime adaptou-o às suas características (*customized*), o que demonstra que há a possibilidade de diferentes formatos instituições para o regime de metas para inflação. Argumentam ainda que o tipo de política monetária praticada pelos bancos centrais que adotaram o regime não é baseada em regras puras, mas sim o caso híbrido que os autores defendem. Segundo Bernanke e Mishkin (1997)

“First, at a technical level, inflation targeting does not qualify as a policy rule in that it does not provide simple and mechanical operational instructions to the central bank. Rather, the inflation targeting approach enjoins the central bank to use its structural and judgmental models of the economy, in conjunction with all relevant information, to determine the policy most likely to achieve the inflation target; and then to take the action. Unlike simple policy rules, inflation targeting never requires that the central bank ignore information that bears on its achieving its objectives. Second, and more importantly, inflation targeting as it is actually practiced contains a considerable degree of what most economists would define as policy discretion. Within the general constraints imposed by their medium – to long term inflation targets, central bankers have in practice left themselves considerable scope to respond to current unemployment conditions, exchange rates, and other short-run developments.” (Bernanke e Mishkin, 1997:11)

A despeito do regime de metas para inflação conter um grau de discricionariedade e flexibilidade dependendo do formato adotado, na prática, muitos bancos centrais não se utilizam de tal escopo limitando-se apenas ao uso da taxa de juros de curto prazo como único instrumento de política monetária. De qualquer modo,

o regime de metas para inflação pode dispor de distintos graus de flexibilidade remetendo a diferentes graus de discricionariedade.

Deve-se ressaltar, contudo, que embora haja a flexibilidade dentro do próprio regime, ainda assim, os defensores desse regime afirma que o objetivo da política monetária deve ser o alcance da meta para inflação. Dentro da visão do NCM, uma vez estabelecida a meta, o crescimento do produto vem como consequência.

O próximo capítulo se dedicará ao estudo das peculiaridades dos países “emergentes”, principalmente do Brasil, que interferem na elaboração da política monetária. Ademais, será visto também como os efeitos dessa política são transmitidos às variáveis reais da economia, isto é, como afetam o emprego e o produto, por meio dos seus canais de transmissão.

## **CAPÍTULO 2 - As especificidades dos países “emergentes” e os canais de transmissão da política monetária**

O primeiro capítulo se dedicou à teoria do regime de metas para a inflação e à elucidação dos pilares que sustentam essa forma de condução da política monetária. Este capítulo, por sua vez, focará em como as características específicas dos países “emergentes” podem influenciar a condução da política monetária, dificultando o alcance da meta. Dentre essas características estão a substituição de moedas, *sudden stops*, o descasamento de moedas, intensificados pela intensa volatilidade cambial desses países e o elevado *pass-through*. No caso brasileiro, alguns aspectos históricos, como a alta inflação verificada entre as décadas de 60 e 90, tendem a dificultar ainda mais a transmissão e a operacionalidade da política monetária como será discutido.

Tendo essas especificidades em mente, a seção 2 aborda a forma como os países emergentes adotaram o regime de metas de inflação e como o adaptaram para atenuar tais dificuldades mencionadas no item anterior.

Ademais, ainda neste capítulo, será abordado o mecanismo de transmissão dos juros à economia real, evidenciando como a variação dos juros afeta a demanda agregada da economia. A literatura aponta cinco canais em que a taxa de juros influencia o produto: canal de juros, riqueza, crédito, câmbio e expectativas, que serão explicados na seção 3. Nesta seção, serão discutidas as dificuldades de alguns canais, principalmente aos países “emergentes”, tornando-se parcialmente obstruídos para a passagem da política monetária o que reduz sua eficácia.

### **2.1 - Especificidades dos países emergentes**

Como visto no capítulo anterior, a teoria convencional afirma que há uma “trindade impossível” ao combinar política monetária independente, câmbio fixo e alta mobilidade de capitais. De fato, se torna impossível conciliar as três políticas, sendo preciso escolher duas dentre elas. Porém, ao contrário do que argumenta a literatura convencional, a adoção do câmbio flutuante dentro de um contexto de elevada

mobilidade de capitais não garante a independência da política monetária, particularmente no caso dos “emergentes”.

A partir do final da década de 80, houve uma grande onda de liberalização financeira nas economias “emergentes”, o que provocou uma entrada maciça de capitais nessas economias. De acordo com Farhi (2007:8) “*esse aumento tem sido caracterizado por uma dinâmica volátil que toma a forma de ciclos nos quais se encadeiam fases pronunciadas de elevada liquidez seguidas por períodos de absoluta escassez*”.

A adoção do regime de câmbio flexível com mobilidade de capitais resultou em volatilidade cambial, implicando em alguns distúrbios que tornaram o câmbio flexível uma fonte de instabilidade econômica. De acordo com Mishkin (2004), os países emergentes se diferenciam dos centrais principalmente pela substituição de moedas (*currency substitution*), pela vulnerabilidade à parada repentina nos fluxos de capitais (*sudden stop*) e pelo descasamento de moedas (*currency mismatch*), dentre outros motivos, e que por isso há o medo das autoridades monetárias de que o câmbio flutue com grande intensidade (*fear of floating*). Além disso, Farhi (2007) adiciona também a hierarquia de moedas como um fator, uma vez que os “emergentes” possuem uma moeda de baixa qualidade, como será visto.

A substituição de moedas se refere à preferência dos agentes pela moeda mais forte, principalmente em casos de elevada incerteza ou crises, levando a troca da moeda nacional por uma moeda de melhor qualidade. Mishkin (2004) afirma que países com passado inflacionário apresentam maior tendência à substituição de moedas principalmente pelo fato de que moedas de maior qualidade, como o dólar, são importantes unidades de conta para as transações internacionais.

A outra particularidade descrita pelo autor é o *sudden stop*, uma mudança brusca nos fluxos de capitais e que tem sido um fenômeno recorrente nos países emergentes. Essa parada brusca é externa a esses países e geralmente decorre do efeito contágio.

Já o *currency mismatch* decorre do acúmulo de passivos externos em moeda estrangeira, acarretando em um descasamento entre a moeda estrangeira e a nacional, pois o passivo é denominado em uma moeda forte e o ativo em outra, mais fraca. Em economias emergentes, uma depreciação real mais acentuada eleva o valor do passivo externo em moeda local, podendo provocar instabilidade macroeconômica.

Por esses motivos, Mishkin (2004) afirma que os países emergentes têm medo de deixar o câmbio flutuar (*fear of floating*), pois poderiam incorrer em crises cambiais

e elevada instabilidade econômica. Por isso, a grande maioria desses países adota um regime de câmbio “sujo”, isto é, há certa intervenção da autoridade monetária a fim de evitar elevadas flutuações cambiais, de modo a proteger a economia de desvalorizações ou valorizações muito expressivas e repentinas, que poderiam afetar adversamente muitas variáveis importantes, inclusive o produto.

A teoria por trás do regime de metas para inflação pressupõe que o regime cambial seja totalmente flexível, para que a política monetária seja independente, como posto no “trilema impossível”. Porém, como foi visto, os países “emergentes” não contam com uma política monetária autônoma, entre outras razões, em decorrência da instabilidade estrutural dos fluxos internacionais de capitais, o que afeta o regime de metas para a inflação. Isso sugere a necessidade de instrumentos adicionais para o alcance do objetivo.

Farhi (2007) afirma que “*nos países emergentes, desvalorizações muito expressivas da taxa de câmbio tem provocado surtos inflacionários através da sua transmissão aos preços (pass-through)*”. A autora ainda afirma que:

“Uma depreciação percebida como persistente da taxa de câmbio pelos agentes econômicos pode resultar em consequências inflacionárias, reduzindo o grau de autonomia da política monetária. Se tal efeito for expressivo, as autoridades monetárias serão obrigadas a elevar a taxa de juros em resposta a um choque externo, para controlar seus efeitos sobre os preços. Quanto maior o *pass-through*, maior será o impacto do câmbio sobre a inflação e maior a propensão das autoridades monetárias a aumentarem a taxa de juros. Nessas condições, as taxas de juros resultantes da política monetária passam a sofrer influência direta do regime cambial adotado.” (Farhi 2007:9)

Alguns estudos empíricos<sup>7</sup> apontam que a taxa de câmbio possui grande influência no preço de produtos importados e por atacado, e que parte desse preço chega ao consumidor final. Uma das explicações é o fato de que muitas das economias emergentes têm grande peso das *commodities* em sua pauta de exportação, ocasionando maior sensibilidade dos preços internos ao movimento da taxa de câmbio e dos preços internacionais. Outro fator importante é que nesses países o consumo de produtos primários tem uma grande participação relativa no consumo das famílias, sendo refletido também nos índices de preços.

Um argumento adicional para o elevado *pass-through* das economias emergentes foi o aumento da internacionalização produtiva, já que partes das cadeias produtivas

---

<sup>7</sup> Ver Farhi (2007: 14)

globais se instalaram nessas economias e fizeram aumentar a utilização de produtos e componentes importados como integrantes de seu processo de produção.

No entanto, Farhi (2007) afirma que a principal causa para o *pass-through* reside na baixa qualidade das moedas dos países emergentes que, por isso, são as primeiras a sofrerem especulação em caso de fuga para ativos mais seguros, como o dólar:

“(...) o principal fator explicativo do impacto da taxa de câmbio nos preços está ligado à baixa qualidade de suas moedas nacionais que, sobretudo em períodos de escassez de divisas e desvalorização, deixam de ser consideradas como instrumento de reserva. É devido a esta razão que a volatilidade da taxa de câmbio de longo prazo é muito mais acentuada nas economias emergentes do que nas desenvolvidas. Nessas circunstâncias, mesmo preços que não compõem a pauta de comércio exterior acabam sendo reajustados seguindo a evolução da taxa de câmbio. Este caso particular decorre de diversos fatores: produtos que são similares nacionais de importações, mercadorias produzidas por setores altamente concentrados, que gozam de um elevado poder de mercado e, novamente, aquelas produzidas localmente por firmas de capital estrangeiro.” (Farhi, 2007:16)

### **2.1.1 - O *pass-through* na economia brasileira**

Entre as décadas de 60 e 90, o Brasil teve um período longo de elevada inflação, o que levou os agentes a uma forma de proteção do valor real de seus rendimentos e do poder aquisitivo, a indexação<sup>8</sup>, a qual passou a ser utilizada de forma generalizada na economia brasileira. Uma boa parte desse mecanismo ainda continua presente na economia, mesmo o país não apresentando mais taxas de inflação mensais de dois dígitos. Por esse motivo, a economia brasileira possui uma estrutura de formação de preços muito singular e que acentua a influência das mudanças na taxa de câmbio nos preços, como será visto a seguir.

Em 1994, o Plano Real transformou a taxa de câmbio valorizada em âncora para estabilização dos preços. Durante esse período, muitos contratos de privatizações foram indexados aos índices de preços, o que contribuiu para que variações no câmbio fossem repassadas aos preços administrados. A indexação a índices de inflação com forte

---

<sup>8</sup> Oliveira (2010) aponta dois tipos de indexação distintos: a financeira, referente à indexação dos títulos públicos federais à taxa de juros de curto prazo, e a monetária, em que os contratos são indexados aos índices de inflação como forma de correção monetária.

influência da taxa de câmbio, como a família dos IGPs, constitui uma via importante de passagem das variações cambiais aos preços internos.

Com a crise cambial de 1999, o país adotou o regime de câmbio flexível que, associado ao regime de metas para a inflação e à política fiscal de geração de superávit primário, conformou o tripé da política macroeconômica no Brasil. De acordo, com Farhi (2007:28), “*após a introdução deste regime cambial, a taxa de câmbio passou a constituir o principal propulsor das alterações de preços, acelerando a inflação nos momentos em que a aversão aos riscos predominava nos mercados internacionais*”.

Ainda conforme a autora:

“Essa estrutura específica da formação dos preços faz com que a volatilidade da taxa de câmbio e/ou os demais choques exógenos de oferta atinja a maioria dos preços dos bens e serviços. Não são apenas os preços dos bens comercializáveis – que compõem a pauta do comércio exterior – que sofrem os impactos dos choques exógenos, mas também os preços administrados. A participação agregada dos bens comercializáveis e dos que têm preços administrados representa quase 69% do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), adotado como índice de referência para a fixação e apuração das metas de inflação. Essa particularidade faz com que a evolução do índice de preços que condiciona a política monetária brasileira seja muito mais sensível aos choques exógenos e à variação cambial, do que as demais economias emergentes”. (Farhi 2007:29)

Ou seja, o Brasil tem uma estrutura de indexação que torna o processo de formação de preços muito peculiar. Outro componente dos índices de preços são os de bens não comercializáveis (*non-tradeables*), parcela pequena do índice, e que é mais sensível a variações na taxa de juros e menos afetada por variações cambiais. Segundo Farhi (2007), são esses os preços que se ajustam com maior efetividade a partir das variações na taxa de juros de curto prazo. No entanto, tais bens representam apenas um terço na taxa de IPCA, contra dois terços dos bens comercializáveis e dos administrados. Esse fato colabora para que o Brasil seja um país com elevado *pass-through* do câmbio aos preços internos, o que afeta diretamente a condução da política monetária no país.

Carvalho (2005) aponta ainda outra característica do país: devido aos vários anos de alta inflação, é difícil a constituição de uma curva de rendimentos de longo prazo, ficando os títulos restritos ao curto prazo, pondo obstáculos à transmissão da política monetária. Nas palavras do autor:

“O encurtamento de horizontes temporais causado pela incerteza inflacionária, e depois pelas incertezas com relação ao comportamento futuro das taxas de juros diante das vulnerabilidades da economia brasileira, atinge todas as escolhas de ativos, não apenas os financeiros. Os empresários dos setores produtivos no Brasil tendem a ser muito sensíveis a eventos de curto prazo, inclusive notadamente, às flutuações da taxa de juros nas operações de

mercado aberto (taxa Selic), do que seria de se esperar em uma economia funcionando de modo mais regular.” (Carvalho, 2005:332)

Dessa forma, em decorrência das implicações em se deixar o câmbio flutuante e do elevado *pass-through* (câmbio – preços internos) e da indexação monetária e financeira presente na economia brasileira, o modelo do regime de metas para inflação - tal como concebido convencionalmente, um instrumento/um objetivo - torna-se mais problemático, sendo necessários outros instrumentos para que a estabilidade de preços seja garantida.

Em virtude dessas especificidades, os países “emergentes” acabaram desenvolvendo um regime de metas para a inflação de acordo com as suas vicissitudes, com maior ou menor grau de flexibilidade, como será brevemente discutido a seguir.

### **2.1.2 - A adoção do regime de metas para inflação nos países emergentes**

Conforme discutido, houve uma diferença entre a teoria do regime de metas para a inflação e a adoção na prática do mesmo nos diferentes países. Farhi (2007) distingue dois tipos de regime de metas para a inflação, quais sejam, os de tipo flexível e estrito. Este se configura quando apenas a inflação é o objetivo do banco central, enquanto que naquele, outras variáveis como o produto e emprego também são levados em consideração. O tipo estrito seria o que idealmente foi concebido na teoria do NCM. No entanto, na prática, muitos bancos centrais adotam o regime de metas mais flexível, como descrito por Farhi (2007), principalmente em termos dos custos da desinflação. Vale ressaltar que essa flexibilidade não é absoluta, mas sim, de graus mais ou menos flexíveis:

“O fato que a maioria dos bancos centrais não deixa de levar essas outras variáveis em conta indica que o regime de metas de inflação flexível é o caso mais geral. Mas, é preciso considerar que, sobretudo nas economias emergentes, no início da aplicação desse tipo de política monetária, maior ênfase é dada à inflação, como uma forma de adquirir credibilidade. Um banco central que segue a aplicação estrita do regime de metas tentará atingir a meta o mais rápido possível, sob quaisquer circunstâncias. O que gere esta política monetária de forma flexível tentará levar a inflação gradualmente para sua meta. A maioria dos estudos empíricos sobre o regime de metas de inflação, bem como muitos participantes do debate referido acima sobre sua prática, mostra que quanto mais estrita for a gestão da política monetária, mais variável será o produto e mais instável será a taxa de juros. A distinção entre flexibilidade e rigidez também ocorre no que diz respeito ao ritmo de desinflação. Quanto mais rápida for a redução das metas fixadas para a

inflação, mais estrita será a gestão da política monetária. Já a aplicação flexível do regime de metas pressupõe a fixação de objetivos que possam ser atingidos sem colocar uma pressão indevida no produto. O objetivo continua sendo a redução da inflação, mas fica implícito que uma queda demasiado rápida embute custos excessivamente elevados.” (Farhi, 2007:49)

Como já foi analisado no capítulo anterior, Bernanke e Mishkin (1997) afirmam que uma das vantagens do regime é que ele permite flexibilidade para usar a política monetária a fim de lidar com choques na economia doméstica. O regime, portanto, deve ser visto como um regime de *constrained discretion*, que para funcionar precisa de apoio do público e da política. Dito isso, a flexibilidade é ainda mais requisitada aos países emergentes porque estão sujeitos a grandes choques e à instabilidade dos fluxos de capitais internacionais, ocasionando a volatilidade cambial e o subsequente repasse aos preços domésticos. Por esses motivos, a política monetária desses países não atua de forma independente, como predito pelo regime de metas para inflação, necessitando de maior flexibilidade para que o objetivo da estabilidade dos preços seja alcançado, sem que para isso o produto seja demasiadamente comprometido.

As diferenças entre os países “emergentes”, que acabam refletindo no regime de metas para inflação, de acordo com Farhi (2007), são a evolução histórica da inflação, a importância que o governo atribui em seu controle, a velocidade da desinflação e também os diferentes graus de *pass-through* (câmbio – preços internos), bem como nos distintos graus de flexibilidade do regime de metas para inflação adotado por cada país.

Algumas economias “emergentes” passaram por um processo de alta inflação, como o Brasil, enquanto outras não tiveram a mesma experiência, dentre os quais estão os países do sudeste Asiático. Ademais, cada país adotou índices de preços diferentes, estabeleceram horizonte temporal diverso para a convergência da inflação para a meta, bem como lançaram mão de distintos instrumentos de política econômica. De acordo com Farhi (2007:35), “*ao decidir adotar um regime de metas de inflação como sua política monetária, cada país determina uma série de parâmetros que irão configurar seu formato específico, dentro de um modelo mais genérico.*”

Oliveira (2006) aborda a adoção do regime de metas para inflação por vários países, inclusive alguns “emergentes”. O Chile, por exemplo, utilizou metas para inflação inicialmente mais elevadas e conduziu o regime de forma mais gradual, utilizando inclusive a administração da taxa de câmbio e outras metas intermediárias, o que permitiu um processo de convergência para a meta estipulada paulatinamente. Isso

eximiu o país de praticar uma política monetária muito rígida para que as metas fossem cumpridas, tendo efeitos positivos sobre o crescimento econômico (Oliveira, 2006: 54).

Já o México combinou a adoção do regime de forma rígida, juntamente com uma política fiscal restritiva, ocasionando um ajuste recessivo muito forte na economia mexicana. O formato do regime de metas para inflação nesse país é considerado rígido, pois utiliza um índice para inflação cheio, bem como ausência das cláusulas de escape para acomodação de choques. De acordo com Oliveira (2006:56), *“a experiência mexicana evidencia que o uso de um formato rígido de IT [regime de metas para inflação], coadunado a um processo célere de desinflação e ao estabelecimento de metas ambiciosas, dificultam a operação do regime.”*

Com relação à adoção do regime de metas no Brasil, o mesmo foi implementado em 1999, depois de uma crise cambial, passando a adotar também o regime de câmbio flexível. Isso determinou, em grande medida, o formato institucional do regime de metas para inflação. A política monetária é praticada principalmente pelo ajuste da taxa de juros de curto prazo, chamada de Selic, taxa básica da economia brasileira.

A fixação da meta é feita pelo Conselho Monetário Nacional, composto pelo presidente do Banco Central e pelos ministros da Fazenda e do Planejamento. A prestação de contas, em caso de não atingimento da meta, é dirigida ao ministro da Fazenda, através de uma carta formal com explicações acerca do descumprimento. A política monetária é decidida por meio do Conselho de Política Monetária, o Copom, composto por todos os diretores do Banco Central, em reuniões a cada 45 dias, em média. As metas são fixadas com 18 meses de antecedência, e é o ano calendário o tempo de verificação do alcance da meta. De acordo com Farhi (2007):

“Além do uso da taxa básica de juros, o BCB vale-se do recolhimento de compulsórios sobre os depósitos dos clientes dos bancos para reduzir efetivamente o volume de dinheiro disponível para empréstimos dos bancos. Não por acaso, essa medida era o típico instrumento de política monetária quando o objetivo dessa era restringir o crescimento da massa monetária. Entretanto, ela sequer chega a ser mencionada nas atas da reunião do Copom ou nos Relatórios de Inflação.” (Farhi, 2007:43)

Historicamente, o BCB mantém um nível de recolhimento compulsório elevado, relativamente a outros países. Em 1999, a alíquota do recolhimento sobre encaixes obrigatórios era de 75% para depósitos à vista, sendo reduzida gradativamente até 43% ao final de 2010. Com relação aos depósitos a prazo, a alíquota do recolhimento passou

de 30% em 1999, para 13,5% antes da crise global<sup>9</sup>. São utilizados ainda recolhimentos adicionais sobre recursos à vista, depósitos a prazo e depósitos de poupança. Após a manifestação da crise financeira, o BCB elevou as alíquotas sobre os depósitos a prazo, passando de 13,5% para 20% em dezembro de 2010, além de aumentar as alíquotas adicionais. Como afirmado no trecho acima, o Banco Central do Brasil (BCB) vale-se do recolhimento compulsório, considerado como um instrumento macroprudencial, como uma medida tanto para conter a demanda agregada quanto para evitar desequilíbrios financeiros, embora tal medida não seja explicitada nos relatórios para o público.

Em suma, os países “emergentes” possuem características que afetam a política monetária, como a volatilidade do câmbio e o *pass-through* (câmbio – preços internos). Ademais, cada país, ao adotar o regime de metas para a inflação, fez modificações ao longo do tempo, mas sempre mantendo o mesmo molde geral, previsto pelos novos keynesianos.

O próximo item se concentrará na análise de como a política monetária afeta a economia produtiva, isto é, como a variação dos juros influencia a demanda agregada, afetando o produto e o emprego. Ademais, discutem-se também como os condicionantes de cada canal podem afetar e dificultar a condução da política monetária, principalmente nos países “emergentes”.

## **2.2 - Os canais de transmissão da política monetária**

A taxa de juros é um importante balizador das decisões de gasto dos agentes, sendo a política monetária de suma importância para a economia. Essa política afeta a economia por meio de vários canais, sendo os principais o canal dos juros, da riqueza, do crédito, do câmbio e das expectativas. A política monetária atua com defasagens, isto é, seus efeitos não são integralmente imediatos. Cada canal tem um tempo específico para seus efeitos serem sentidos e para sua permanência, sendo que a efetividade da política monetária depende mormente do grau de eficiência de cada um

---

<sup>9</sup> Dados disponíveis no relatório anual publicado em dezembro de 2010.

dos canais de transmissão. A seguir serão descritos cada um dos principais canais de transmissão.

Para se entender os mecanismos pelos quais a taxa de juros influencia a economia, através do consumo e do investimento, é preciso primeiramente entender o que é a taxa de juros e como ela é determinada. Partindo da visão keynesiana do papel da moeda<sup>10</sup>, o dinheiro além de um meio de troca, é um ativo, encarnando o próprio conceito de liquidez, sendo demandado tanto para fazer frente à circulação de bens e serviços como para compor riqueza. Desse modo, a taxa de juros no conceito keynesiano é o prêmio por se abrir mão da liquidez da moeda.

Segundo Carvalho (2005), a taxa de juros é a medida do custo de oportunidade de se reter moeda, ou seja, é o valor da liquidez da moeda. De acordo com o autor, como os vários tipos de ativos existentes possuem diferentes atributos de liquidez, elas não são substitutas perfeitas entre si, portanto, em face de uma variação da taxa de juros, há mudanças nos preços dos ativos, induzindo modificações na composição da riqueza desejada pelos agentes. Com isso, a política monetária além de afetar a produção corrente, influencia na decisão dos agentes em investir, o que teria efeito no longo prazo também.

Entende-se por política monetária a administração da liquidez do sistema econômico. O banco central atua gerenciando diariamente a liquidez do sistema, acomodando a demanda dos bancos por reservas bancárias a fim de manter a taxa de juros de curto prazo estável (Carvalho et. al (2007))

A taxa de juros de curto prazo, definida pelo Banco Central no mercado de reservas bancárias, afeta as outras taxas de juros de longo prazo através da chamada “curva de rendimentos”, definida pela relação entre as taxas de vários títulos e suas maturidades. Quanto maior for a maturidade, menor é a liquidez (maior o custo de oportunidade e incerteza embutidos no título), o que conseqüentemente enseja juros mais altos. Ademais, as expectativas também têm um papel importante quanto à propagação da taxa de juros de curto prazo para a de longo, supondo-se que as condições que formaram os juros de curto prazo possam se estender para o futuro, afetando as taxas de juros de longo prazo (Silva 2010:24). Ou seja, enquanto a taxa de

---

<sup>10</sup> A teoria clássica tem como principal função da moeda o meio de troca. Sendo o dinheiro um facilitador das trocas, não se considera a moeda como um ativo. Portanto, consideram a taxa de juros como o prêmio por se abster do consumo, ao invés da liquidez.

juros de curto prazo é determinada no mercado monetário de reservas bancárias, a taxa de juros de longo prazo é definida no “mercado de riqueza”, dependendo da reação dos detentores de riqueza às sinalizações das autoridades monetária.

Nesse sentido, Carvalho (2005) afirma que para a política monetária ter êxito, é preciso que exista um sistema financeiro diversificado para que o ajuste de portfólio realizado pelos detentores de riqueza se transmita para o segmento de títulos com maturidade maior, e não se esgote apenas na substituição entre ativos de curto prazo. São os títulos com maior maturidade que possuem uma relação direta de substituição com o investimento, impactando a economia. Portanto, a forma como a taxa de juros de curto prazo passa para a taxa de longo termo é de suma importância para a efetividade da política monetária.

Tendo em vista a determinação da taxa de juros de curto prazo e como ela se estende para a taxa de longo prazo, pode-se analisar os canais pelos quais será dada a transmissão para a economia produtiva.

### **2.2.1 - O canal dos juros**

O canal da taxa de juros foi descrito por Keynes na Teoria Geral, de 1936. Ao se reduzir a taxa de juros há um estímulo ao investimento, uma vez que os juros são inversamente proporcionais ao que Keynes chamou de eficiência marginal do capital (uma aproximação da taxa de retorno esperada dos bens de capital). Esse efeito afetaria a demanda agregada através da expansão do produto.

As decisões de investimento envolvem a comparação do rendimento esperado com a taxa de juros básica da economia (que remunera os títulos livres de risco). Dessa forma, a taxa de juros interfere diretamente na decisão de investir de um agente, pois este determina o quanto alocar em títulos financeiros e outros tipos de ativos em seu portfólio. Quanto maior for a taxa de juros, mais atrativo se torna compor a carteira com maior participação dos títulos, em detrimento dos outros ativos, os quais possuem menor liquidez e maior risco.

Por exemplo, quando o Banco Central realiza uma contração monetária elevando os juros nominais, ocorre um aumento da taxa de juros real, *ceteris paribus*. Os juros

reais maiores elevam o custo de oportunidade do capital frente à atratividade dos títulos financeiros, reduzindo o investimento, e assim, o produto e o emprego.

De acordo com o relatório de inflação do BCB (2007), esse é o canal mais tradicional e o que possui a maior defasagem. Segundo o relatório, o hiato de produto reage a uma variação dos juros com um trimestre de defasagem. A resposta da inflação com relação à variação dos juros, “ocorre um ou dois trimestres depois”, sendo que a inflação corrente ainda reflete a política tomada há nove meses, o que demonstra a defasagem da política monetária.

Porém, para que esse canal seja efetivo, é preciso haver um mercado secundário organizado a fim de que os agentes possam realocar seu portfólio de acordo com a atratividade dos ativos. Como afirma Silva (2010):

“ (...) para que isso ocorra é necessário que haja certo grau de organização de mercados secundários de ativos (sobretudo mercado acionário, de títulos de bens de consumo durável, etc.), de modo a proporcionar a realocação dos portfólios necessária à eficácia desse canal. Em uma economia com baixa organização dos mercados secundários, variações da taxa básica de juros não serão eficientemente transmitidas às decisões de gasto dos atores, pois tal condição dificulta a reestruturação de seus portfólios. Neste caso, diante da impossibilidade de reestruturação da riqueza, os impactos nos preços dos ativos, induzidos por modulações da taxa de juros, tendem a ser menores.” (Silva, 2010:46)

Os países “emergentes”, em sua maioria, possuem um mercado secundário de pequena complexidade se comparado aos países centrais. Dessa forma, os agentes possuem dificuldade maior em reestruturar seus portfólios em decorrência de uma variação na taxa de juros. Isso reduz a eficácia da transmissão da política monetária via canal dos juros.

### **2.2.2 - O canal da riqueza**

Outro mecanismo que afeta a economia é o efeito-riqueza. Quando há queda no preço dos ativos induzida pelo aumento da taxa de juros, o patrimônio dos agentes se desvaloriza afetando a decisão de investir no caso das empresas, e de consumir no caso das famílias. Esse mecanismo de transmissão pode ser analisado sob duas óticas, tanto

pelos investimentos das empresas, como pelo consumo dos agentes<sup>11</sup>, sendo o primeiro a teoria do investimento  $q$  de Tobin e a segunda pela teoria do ciclo de vida de Modigliani.

De acordo com Mendonça (2001), o chamado “ $q$ ” de Tobin definido como a relação entre o valor de mercado das ações e o custo de reposição do capital, mede o retorno de um novo investimento. Se essa relação for maior que 1, o valor de mercado das ações está acima do custo de reposição, favorecendo o investimento. Assim, com a emissão de ações a empresa pode financiar novos investimentos. Por exemplo, quando há elevação da taxa de juros muda-se a composição da carteira dos agentes, os quais podem preferir maior quantidade de títulos em detrimento das ações afetando adversamente o nível de investimento da economia.

Outro mecanismo é o decorrente da teoria do ciclo de vida de Modigliani, em que a renda dos indivíduos varia ao longo do tempo. Dentro dessa perspectiva, os indivíduos ajustam o seu nível corrente de consumo a fim de manter uma renda média constante por meio da poupança. Isto é, em períodos em que a renda é elevada poupa-se mais para que no futuro, quando a renda for menor, possa se manter o mesmo nível de consumo.

Um dos componentes da riqueza financeira dos agentes advém das ações e títulos. Em caso de aumento da taxa de juros, os preços das ações diminuem afetando a riqueza dos agentes, os quais se ajustarão mediante a redução do consumo.

No Brasil, como em outros países periféricos, em decorrência do baixo desenvolvimento de seu mercado de capitais, o efeito de uma variação dos juros nos ativos financeiros tem impacto muito menor frente aos outros canais. Como muitas empresas não dependem do mercado acionário para se financiarem e muitas famílias não participam ativamente do mercado de capitais, tal canal tem seu efeito obstruído.

Ademais, no caso brasileiro existem títulos públicos indexados à taxa básica de juros, a Selic, o que também afeta desfavoravelmente a efetividade da política monetária. Em caso de aumento dos juros, ao invés de redução na riqueza dos indivíduos, ocorre o inverso com esses títulos, pois a indexação gera um aumento da riqueza contribuindo para elevar a demanda agregada – agindo em sentido oposto.

---

<sup>11</sup> Ver Mendonça (2001)

### 2.2.3 - O canal do crédito

Nesse canal, a política monetária afeta a oferta de crédito mediante a alteração do balanço patrimonial das empresas e dos empréstimos dos bancos. Os juros afetam o custo de crédito e o balanço das empresas e, assim, a disposição das instituições financeiras em conceder crédito. De acordo com Arestis e Sawyer (2003), as imperfeições nos mercados financeiros podem afetar as variáveis reais por meio de alterações na posição financeira de credores e devedores.

Se houver um aumento na quantidade das reservas compulsórias, em decorrência de uma política monetária restritiva, a oferta de crédito por parte dos bancos pode diminuir, afetando os empréstimos para o setor privado da economia. Como muitas pequenas empresas e famílias demandam crédito dos bancos, uma redução da oferta de crédito pode acarretar em redução do consumo e investimento, tendo efeitos sobre a inflação e o produto.

Porém, Carvalho (2005) afirma que os efeitos dos canais de crédito se dão principalmente no curto prazo, pois tendem a afetar o nível de atividade, mas não necessariamente o nível de investimento. Para saber se os efeitos da política monetária atingem os investimentos, é preciso conhecer a proporção dos empréstimos dos bancos que se dirige à circulação financeira e à circulação industrial, esta última uma das responsáveis pelo nível de investimento.

Além disso, há outro entrave para o pleno funcionamento desse canal. Como os títulos públicos são altamente rentáveis e com grande liquidez, o setor bancário pode escolher os termos em que pode emprestar. Muitos dos emprestadores são pouco sensíveis a variações da taxa de juros, *“fazendo com que qualquer política contracionista tenha que impor elevações agudas de juros para que a redução de demanda na circulação industrial possa efetivamente se verificar.”* (Carvalho, 2005:333). O aumento da taxa de juros aumenta os juros bancários, supondo que o *spread* se mantenha constante, o que reduz o consumo e o investimento.

Arestis e Sawyer (2003) explicitam outro meio em que o canal de crédito atua, o balanço das empresas. Ao aumentar a taxa de juros, eleva-se também a proporção entre financiamento próprio e financiamento externo de um novo investimento, isto é, o custo de se financiar por meio de empréstimos fica mais caro, se comparado com o

financiamento com recursos próprios. Caso a empresa não tenha recursos suficientes, ela deixa de investir, reduzindo a demanda agregada.

Nos últimos anos, tem sido verificado um aumento muito significativo no volume de crédito na economia brasileira, embora a relação do crédito/PIB no país ainda seja modesta, o que tem aumentado a importância do canal do crédito como um mecanismo de transmissão da política monetária. No entanto, é preciso fazer ressalvas quanto à eficácia desse canal. Um empecilho para a política monetária é o grande poder de mercado dos bancos, o qual pode implicar *spread* elevado, isto é, a diferença entre a taxa básica de juros e a taxa cobrada dos tomadores de empréstimos. No caso de uma política de redução da taxa básica de juros, dado o elevado poder de mercado dos bancos, os juros efetivamente cobrados podem não ser reduzidos proporcionalmente prejudicando o funcionamento da política monetária.

É através desse canal que as medidas macroprudenciais majoritariamente atuam, como será visto no próximo capítulo, tanto para garantir a estabilidade financeira, como para facilitar a condução da política monetária por meio desse canal.

#### **2.2.4 - O canal do câmbio**

De acordo com Banco Central do Brasil (2007), esse é o canal com menor defasagem. O mecanismo ocorre por meio do diferencial de juros interno e externo. Quando os juros variam, há mudanças no rendimento dos ativos externos e internos, interferindo no fluxo de capitais. Por exemplo, se há uma elevação dos juros domésticos, os ativos financeiros internos têm seus rendimentos aumentados, tornando-se mais atraentes, o que gera aumento do fluxo de capitais para a economia doméstica. Com essa entrada de capitais estrangeiros, a taxa de câmbio se aprecia afetando a economia nacional. Segundo o relatório do BCB (2007):

“Os preços dos produtos importados, em moeda nacional, são afetados diretamente pela taxa de câmbio. De forma semelhante, bens que são *commodities* também têm seu preço afetado pela taxa de câmbio. O canal da taxa de câmbio tende a operar mais rapidamente que o canal do produto, pois ele afeta diretamente o custo das empresas (no caso dos bens importados) e as cotações em moeda nacional, no caso das *commodities*. Assim, variações na taxa de câmbio tendem a afetar a inflação já no trimestre corrente ou no trimestre seguinte.” (BCB, 2007:121)

O câmbio mais apreciado tende a reduzir a exportação, uma vez que os produtos domésticos se tornam menos competitivos, e a aumentar a importação, pois o preço dos produtos importados se torna mais barato, transformando-se em concorrente direto dos produtos domésticos. Devido a essa forte concorrência, a produção dos bens nacionais tende a se reduzir, restringindo a demanda agregada.

Porém, é preciso fazer uma ressalva: a defasagem dependerá da percepção dos agentes quanto à trajetória da taxa de câmbio, isto é, se ela será uma variação persistente ou apenas esporádica. Se o caráter da mesma for temporário, os agentes tendem a não repassar a variação nos preços. Como foi visto na seção anterior, a economia brasileira sofre com elevado *pass-through*, o que torna esse canal muito importante quanto às variações da taxa de inflação.

O *pass-through*, portanto, tende a ser um grande propagador da variação do câmbio aos preços. Por exemplo, em resposta a uma política monetária contracionista, há o aumento dos juros e a atração de capitais, apreciando a moeda local. Com isso, o preço dos produtos importados se torna mais atrativo o que afeta diretamente o índice de preços. A depreciação cambial tende a ser refletida no aumento dos preços, enquanto uma apreciação gera redução dos preços.

Um dos condicionantes desse canal é o grau de abertura financeira da economia. De acordo com Silva (2010:55), “*O grau de abertura financeira, bem como a dimensão do setor financeiro doméstico, portanto, condicionará o fluxo de recursos entre a economia e o mercado internacional, condicionando, dessa forma, os impactos da política monetária sobre a taxa de câmbio.*”

Um fator importante também são os ciclos de liquidez internacional. Como vimos no início deste capítulo, a entrada e saída de divisas dependem essencialmente das condições internacionais. Em casos de crise, por exemplo, há um movimento de parada abrupta da liquidez e saída maciça de divisas dos países “emergentes” para se concentrar em ativos mais seguros, como o dólar e os títulos americanos. Dessa forma, os ciclos de liquidez afetam sobremaneira esse canal da política monetária.

Outro condicionante importante é atuação do banco central no controle da taxa de câmbio. Quanto mais flexível for o regime cambial, maior é a possibilidade de entrada ou saída de divisas, colaborando para a maior efetividade desse canal. Porém, como vimos na seção anterior, os bancos centrais dos países emergentes possuem medo de deixar suas moedas flutuarem, o chamado *fear of floating*, intervindo diretamente no mercado de câmbio. Por esse motivo, a maioria dos países “emergentes” inclusive o

Brasil adota o tipo de regime cambial chamado “sujo”, pois embora permitam a flutuação do câmbio, atuam diretamente quando julgam necessário. Nesse caso, a efetividade da política monetária por esse canal se vê reduzida.

### 2.2.5 - O canal das expectativas

Este canal está vinculado às expectativas dos agentes a partir das sinalizações do banco central, quando estes formam seus preços, tanto por parte das firmas, ao incorporar a inflação esperada nos seus preços, como nas negociações salariais. De acordo com Banco Central do Brasil (2007):

“A importância do canal das expectativas depende de quão relevante é para os agentes a avaliação do cenário futuro nas decisões e da maior ou menor presença de mecanismos institucionais com cláusulas voltadas para o passado. Por sua vez, a defasagem com a qual esse mecanismo opera depende do grau de rigidez de preços. Em outras palavras, depende da frequência com que os preços são reajustados.” (BCB, 2007:122)

As expectativas dos agentes têm grande relevância na teoria do regime de metas para inflação, como já foi explicitado no capítulo anterior, sendo uma peça chave para que os agentes formem seus preços de forma a convergir para a meta. Quando o Banco Central pratica uma política monetária, seja ela expansionista ou contracionista, altera diretamente o estado das expectativas dos agentes quanto à evolução futura da economia. Conforme Silva (2010), o estado das expectativas é de suma importância, pois por mais que as autoridades busquem influenciar a taxa básica de juros da economia, interferindo na decisão de alocação de recursos no portfólio dos agentes, *“essas intenções podem ser frustradas por condições contrárias do estado de expectativas.”*

Por esse motivo, as expectativas são um elemento chave para a política monetária, principalmente dentro de um regime de metas para a inflação, pois permite que os agentes formem expectativas de prazo mais longo, contribuindo para a efetividade da política monetária. Sendo o Brasil um país em que a indexação de contratos e salários é institucionalizada, as expectativas dos agentes tendem a ser um grande elemento propulsor ou redutor da inflação.

Para que esse canal tenha sua eficácia maximizada é preciso que a autoridade monetária consiga influir nas expectativas dos agentes, afim de que estes aloquem seus

recursos conforme a intenção do Banco Central. Para que a autoridade monetária consiga influir no estado de expectativas dos agentes, é preciso que a mesma tenha credibilidade para que os indivíduos se sintam mais seguros em antever as decisões de política da autoridade (Silva, 2010:41). Dentro desse contexto, a reputação do Banco Central é de grande relevância.

Como foi visto, este capítulo tratou das especificidades dos países emergentes e da inexistência de um formato institucional único do regime de metas para a inflação. Tais especificidades tendem a reduzir o poder da política monetária, o que sugere o uso de instrumentos adicionais para que a estabilidade da economia possa ser alcançada.

O próximo capítulo se dedicará a análise e conceituação dos instrumentos macroprudenciais. Além disso, argumenta-se que tais instrumentos podem contribuir significativamente para reduzir a centralidade da taxa de juros de curto prazo como único instrumento de política monetária.

### CAPÍTULO 3 - As medidas macroprudenciais

Os capítulos anteriores apresentaram como o regime de metas para a inflação foi idealizado sob o arcabouço teórico dos novos keynesianos e adotado por inúmeros países na década de 90. O regime era visto como uma política com um objetivo – o alcance da meta para a inflação – e apenas um instrumento – a taxa de juros de curto prazo. Enquanto se mantivesse a inflação dentro da meta, o crescimento da economia e a estabilidade financeira estariam garantidos.

Dessa forma, o objetivo primordial dos bancos centrais era a estabilidade de preços, o que levaria ao hiato do produto mínimo. Como afirma Blanchard et al. (2010:4), “*even if policymakers cared very much about activity, the best they could do was to maintain stable inflation*”.

Porém, o estouro da crise global de 2008 obrigou os *policymakers* a rever o modo como conduziam as políticas macroeconômicas, abrindo espaço para o debate quanto ao uso de medidas macroprudenciais como instrumento adicional de política macroeconômica. Embora tais medidas não fossem comuns nos países centrais até o surgimento da crise, muitos países emergentes, como o Brasil, já utilizavam tais instrumentos como ferramenta adicional, uma vez que, como foi descrito no capítulo 2, algumas particularidades dos emergentes afetam o poder da política monetária.

O que a crise deixou claro é que a política monetária voltada apenas para o controle de inflação não é suficiente para garantir a estabilidade macroeconômica, sendo necessários instrumentos adicionais para isso.

Este capítulo pretende, portanto, abordar as chamadas medidas macroprudenciais e o modo como elas podem interagir com a política monetária. Ademais, realizou-se uma breve explanação e contextualização das medidas utilizadas pelo Brasil, dentro do regime de metas para a inflação, bem como as suas justificativas.

### 3.1 - Conceito da política macroprudencial

Após a crise global, a palavra macroprudencial tem sido frequentemente utilizada tanto pela mídia como pelos *policymakers*. O termo “medida macroprudencial” apareceu pela primeira vez, de acordo com os integrantes do BIS, a saber Clement (2010) e Galati e Moessner (2011), em 1979, conceituada como uma política que visa à seguridade e a saúde do sistema financeiro como um todo. Embora a origem do termo fosse a desconfiança com a intensa entrada de capitais nos países emergentes, a palavra macroprudencial tem sido muito discutida recentemente, sendo associada basicamente a medidas que visam a estabilidade financeira.

O conceito de estabilidade financeira é visto por Galati e Moessner (2011) por meio de duas vertentes: a primeira delas é em termos da robustez do sistema financeiro para enfrentar choques externos; a segunda considera os desequilíbrios financeiros como endógenos ao sistema. Sendo assim, a estabilidade financeira se refere à resistência e vulnerabilidade do sistema financeiro frente a esses desequilíbrios. Já o Bank of England (2009) argumenta que a estabilidade financeira é principalmente a provisão estável dos serviços de intermediação financeira para toda a economia, tais como serviços de pagamento, intermediação de crédito e seguros contra risco.

A estabilidade financeira, seja em termos de continuidade do fornecimento dos serviços, seja na questão da resistência do sistema financeiro frente a choques, deve ser o foco do desenho das políticas macroprudenciais, de acordo com a literatura convencional. Dessa forma, conforme colocam Galati e Moessner (2011), o objetivo de tais políticas deve ser o de limitar o risco sistêmico e o consequente socorro das instituições financeiras, este com custos macroeconômicos significativamente elevados. Caruana (2010) argumenta que tais políticas deveriam ser elaboradas a fim de conter as interligações e exposições excessivas das instituições financeiras, evitando assim o caráter pró-cíclico<sup>12</sup> do sistema financeiro.

Para Clement (2010), a abordagem macroprudencial possui duas dimensões distintas, porém não excludentes. A primeira refere-se a como o risco evolui ao longo

---

<sup>12</sup> Por pró-cíclico entende-se como aquilo que se move de tal forma a ampliar os ciclos, isto é, em momentos de *boom* aumenta a euforia e em momentos de crise aumenta a depressão da economia.

do tempo enfatizando como os ciclos financeiros interferem na economia real, e que foi chamada de dimensão “temporal” (“*time dimension*”). Nesse caso, as medidas macroprudenciais devem visar o acúmulo de reservas compulsórias em períodos de crescimento para que possam ser utilizados em momentos de crises, agindo dessa forma como estabilizadores. Dentre tais ferramentas, o uso do recolhimento compulsório é uma estratégia, pois em períodos de crescimento econômico a massa do recolhimento seria maior para quando houvesse a inflexão do ciclo. A outra dimensão refere-se à distribuição do risco dentro do sistema financeiro, chamada de *cross-section*. Nesse caso as políticas prudenciais devem visar a minimização da exposição dos agentes, evitando que desequilíbrios financeiros se alastrem por todo o sistema.

Beau, Clerc e Mojon (2011) também complementam essa visão de haver duas dimensões para as políticas macroprudenciais, com o objetivo destas sendo tanto de impedir a acumulação de risco sistêmico como de atenuar seus impactos na crise. Para isso, existem duas esferas em que estas políticas podem atuar: a primeira seria aumentar a resiliência do sistema financeiro, limitando o efeito contágio em situações de corridas bancárias, por exemplo, aprimorando o monitoramento do risco agregado. A segunda seria de limitar a transmissão da instabilidade financeira para a economia real.

Dito de outra forma, a literatura tradicional aponta dois tipos de medidas macroprudenciais que visam a duas instâncias distintas. O primeiro deles busca conter a exposição das instituições financeiras através do aumento da robustez do sistema financeiro, a partir do fortalecimento do balanço e do capital dos bancos e administrando o risco para que não se espalhe por todo o sistema, o que seria chamado de *cross-section dimension*. Dessa forma, tenta-se evitar os desequilíbrios quanto à saúde dos bancos que possam acarretar em crises financeiras. O segundo tipo, por sua vez, envolve medidas para manter a qualidade do crédito ofertado, bem como sua alocação na economia, evitando assim que haja a transferência do risco financeiro para a economia real. Essa seria a dimensão chamada de *time dimension*, pois visa mitigar a alocação do risco na economia. Embora haja dois grupos distintos de medidas macroprudenciais, elas não são mutuamente excludentes. Pelo contrário, são complementares, se reforçando mutuamente.

Embora o termo “macroprudencial” está sendo intensamente discutido, inclusive pelo *mainstream*, os estudos recentes têm se concentrado principalmente na questão da estabilidade financeira. Para essa literatura, os instrumentos macroprudenciais são

entendidos como complementares, sendo a política monetária ainda vista exclusivamente como o uso da taxa de juros de curto prazo.

A seguir são discutidos os diferentes tipos de instrumentos à disposição das políticas prudenciais e que podem ser aplicados a diferentes circunstâncias, levando em consideração as duas dimensões das políticas prudenciais.

### 3.1.1 - Principais Instrumentos

Quanto aos instrumentos, existe uma ampla gama de possibilidades de medidas que pode ser aplicada, dependendo do tipo de instabilidade que se queira conter. Há duas distinções importantes entre os diferentes tipos de instrumentos macroprudenciais: um deles é voltado para a dimensão temporal (*time dimension*), e o outro para a dimensão *cross-section*, ambas já conceituadas.

Com relação aos instrumentos voltados para a dimensão temporal, Galati e Moessner (2011) citam o requerimento de capital ou compulsório como uma importante ferramenta pró-cíclica. Citam trabalhos de diversos autores que colaboram para a visão de que tais medidas reduzem o risco sistêmico e mantêm de forma segura os depósitos e a oferta de crédito, isto é, contribuem para o gerenciamento da alavancagem dos bancos, evitando que a crise financeira se espraie para a economia produtiva. Porém, em períodos de crise aguda, os compulsórios podem não ser suficientes para convencer os mercados a continuar financiando bancos em perigo de falência. Embora isso seja um percalço, os autores citados por Galati e Moessner (2011) argumentam que há necessidade de haver compulsórios em momentos de euforia para que haja um excedente em períodos de crise, evitando com isso o risco sistêmico.

A literatura recente ainda aponta outras ferramentas como o chamado *loan-to-value*, abreviado como LTV, e que corresponde ao valor dos recursos emprestados sobre o valor patrimonial do bem, principalmente no caso das hipotecas. O LTV funcionaria como um teto entre o empréstimo e o valor do ativo, limitando alavancagem excessiva dos agentes. Outro instrumento citado por Galati e Moessner (2011) é o de provisão para empréstimos duvidosos (*loan loss provision*). Para evitar que a inadimplência enfraqueça o balanço dos bancos, e assim, ampliar os

desequilíbrios financeiros, seria preciso levar em conta o perfil de risco das carteiras dos bancos ao longo do ciclo.

Outra ferramenta apontada por Galati e Moessner (2011) é o *haircut-setting*, as margens praticadas pela diferença entre o valor real de um título ou bem e o valor avaliado como colateral. Durante períodos de exuberância, as margens tendem a ser menores, enquanto que nas crises elas se alargam, agindo de forma pró-cíclica. Dessa forma, poderia ser utilizado como instrumento adicional de política macroprudencial.

Quanto à dimensão *cross-section*, a qual foca na distribuição do risco no sistema financeiro, as medidas macroprudenciais relevantes estão em sua maioria concentradas na regulação do capital dos bancos. Conforme Galati e Moessner (2011), o passivo de curto prazo dos bancos tem sido apontado como um grande causador de vulnerabilidade financeira. Na ausência de uma regulação adequada, os bancos podem elevar o passivo de curto prazo tornando o sistema financeiro excessivamente suscetível a uma crise. Para tanto é preciso limitar o passivo de curto prazo dos bancos, evitando assim o descasamento entre as obrigações de curto prazo e o dinheiro em caixa, contribuindo para reduzir a instabilidade do sistema.

Como foi argumentado acima, em muitos casos apenas a taxa de juros não é capaz de conter os desequilíbrios financeiros, como presumiam os novos keynesianos ao elaborarem o regime de metas para inflação afirmando que a estabilidade de preços levava a estabilidade financeira, tornando necessárias outras ferramentas que seriam mais eficazes em atingir tais objetivos. Ademais, dependendo do tipo de instabilidade que se queira sanar, há diferentes opções de instrumentos, abrindo o leque de possibilidades dos *policymakers* para alcançar seus objetivos, não restringindo a política monetária a um instrumento apenas – a taxa de juros.

Galati e Moessner (2011) afirmam ainda que especialmente para o caso dos países emergentes, a gama de instrumentos macroprudenciais deve incluir também medidas que visem reduzir o risco sistêmico de descasamento de moedas (*currency mismatch*), para conter as consequências de uma entrada maciça de capital ou de uma saída repentina. Conforme os autores:

“Especially for emerging market economies, that macroprudential toolkit could also include measures to limit system-wide currency mismatches, which aim at stemming the domestic financial consequences of capital inflows. Examples are limits on open foreign exchange position and constraints on the type of currency assets.” (Galati e Moessner, 2011:8)

Embora existam muitas possibilidades de atuação para os instrumentos macroprudenciais, a visão convencional aponta basicamente a sua utilidade para limitar a exposição dos bancos e de criar reservas para que na inflexão do ciclo econômico não haja instabilidade financeira e, conseqüentemente, custos para a economia como um todo. A próxima seção abordará a relação entre as medidas macroprudenciais e política monetária, analisando como elas interagem.

### **3.2 - As medidas macroprudenciais e a política monetária**

Como colocado nos capítulos anteriores, o alvo da política monetária no regime de metas para inflação é a estabilidade dos preços. Dessa forma, as medidas macroprudenciais podem ser concebidas como instrumentos adicionais para viabilizar o alcance da meta estipulada para a inflação. Esses instrumentos operariam pelos mesmos canais de transmissão da taxa de juros, principalmente através da oferta de crédito por parte dos bancos e da mudança na composição dos balanços dos agentes. Porém, não há um consenso de como essas medidas devem ser incorporadas ao regime de metas para a inflação.

De todo modo, tem havido um reconhecimento da necessidade de uma complementariedade entre as políticas monetárias e macroprudenciais. Conforme Borio e Shim (2007):

“It has long been recognized that there is a strong complementary between monetary and prudential policies. A sound financial system is a prerequisite for an effective monetary policy, just as a sound monetary environment is a prerequisite for an effective prudential policy. A weak financial system undermines the efficacy of monetary policy measures and can overburden the monetary authorities; a disorderly monetary environment can easily trigger financial instability and render void the efforts of prudential authorities.”  
(Borio e Shim, 2007:4)

Como visto no trecho acima, a estabilidade financeira é condição *sine qua non* para que haja estabilidade de preços, e vice versa. No entanto, alguns fatos que aconteceram nos últimos anos, como o aumento das inovações financeiras e de instituições que escapavam ao controle dos bancos centrais, acabaram por estreitar ainda mais a interdependência entre a política monetária e as medidas macroprudenciais, conforme os autores. Por isso há uma necessidade de se refinar a política monetária atual a fim de incorporar tais medidas, de sorte a aumentar a

estabilidade financeira. Embora a política macroprudencial desempenhe um importante papel na economia, de acordo com Borio e Shim (2007), ela sozinha não é suficiente para garantir a estabilidade financeira. É preciso do suporte conjunto da política monetária.

Por outro lado, Beau, Clerc e Mojon (2011) apresentam outra visão da relação entre os instrumentos macroprudenciais e a política monetária. Os autores discutem as relações entre a política monetária em um regime de metas para a inflação e as medidas macroprudenciais, analisando quando são complementares, conflitantes ou neutras.

Um exemplo em que as políticas são conflitantes é quando há um desequilíbrio financeiro e uma tendência à deflação. Nesse caso, aplicando uma política macroprudencial que vise à contenção do crédito a fim de minimizar o desajuste financeiro pode-se levar a uma contração indesejada da atividade doméstica, reforçando a tendência ao declínio nos preços. Embora a política prudencial tivesse sido implementada visando à estabilidade financeira, acarretaria em desequilíbrio na economia traduzida em deflação indesejável. Com isso, os autores sustentam que quando os preços estão abaixo da meta estipulada pelo banco central, a política prudencial se torna conflitante com a política monetária. Entretanto, é preciso ponderar que o uso da taxa de juros de curto prazo também tem o mesmo efeito de contração indesejada da atividade econômica.

Conforme Beau, Clerc e Mojon (2011), quando a inflação está acima da meta a política monetária e a macroprudencial são complementares em períodos de *boom* econômico, pois a manutenção da estabilidade financeira, restringindo certos desequilíbrios, facilita a atuação da política monetária na estabilidade de preços. Podemos estender tal conclusão aos países emergentes, principalmente porque os mesmos possuem entraves para o pleno funcionamento da política monetária, tanto pela vulnerabilidade cambial como pela maior dificuldade de se transmitir os efeitos dos juros à economia produtiva.

Para esses e outros autores (Galati e Moessner (2011), Caruana (2010), Clement (2010)), as medidas macroprudenciais são uma esfera distinta da política monetária, a qual conta apenas com a taxa de juros de curto prazo como instrumento. Por isso, argumentam que tais políticas devem ser complementares, não reconhecendo nas medidas macroprudenciais um instrumento da própria política monetária.

Beau, Clerc e Mojon (2011) colocam a interação entre política monetária e prudencial de forma resumida no seguinte quadro:

**Quadro 2. Prováveis interações entre as políticas monetária e macroprudencial**

	Inflação acima da meta	Inflação dentro da meta	Inflação abaixo da meta
Exuberância (boom)	Complementar	Independente	Conflitante
Sem desequilíbrios	Independente	Independente	Independente
Deflação (bust)	Conflitante	Independente	Complementar

Fonte: Beau, Clerc e Mojon (2011) - adaptação própria

A complementariedade entre a política prudencial e a monetária se dá no sentido de que o custo do crédito e sua disponibilidade afetam tanto a demanda agregada como o hiato do produto e a inflação, estas duas últimas variáveis-chave na formulação da política monetária, pelas três equações explicadas no capítulo 1.

Como a política monetária não é tão eficaz em conter os desequilíbrios financeiros, os instrumentos prudenciais podem providenciar tal equilíbrio. Como afirmam Beau, Clerc e Mojon (2011:8), “(...) *the consensus remains today that some other policy tools, namely macro-prudential tools, should be more effective in taming financial imbalances and less distortive for growth and inflation than policy interest rates*”. Para eles, embora a política prudencial possa ser complementar à monetária, ela não é válida em todos os casos e circunstâncias econômicas.

Embora os autores citados acima não considerem as medidas macroprudenciais como integrantes da política monetária, reconhecem que o uso apenas da taxa de juros de curto prazo não leva à estabilidade de preços, como predito pelo Novo Consenso Macroeconômico.

Quanto à eficácia das políticas macroprudenciais para conter o aumento dos preços, o relatório de inflação publicado pelo Banco Central do Brasil (2011) divulgou uma nota em que continha um estudo das medidas macroprudenciais como auxílio à política monetária, para o caso da economia brasileira. Nesse estudo, afirma-se que se fosse aplicado apenas a taxa de juros como instrumento de política monetária, isso geraria uma entrada demasiada e indesejada de capital externo, o que poderia financiar uma expansão do crédito para a economia brasileira, invalidando o resultado desejado com o aumento dos juros. Esse seria um dos motivos para que a adoção de outros instrumentos seja praticada com a finalidade de dar maior suporte à variação dos juros, dentro do escopo do regime de metas para a inflação.

Demonstrando como as medidas macroprudenciais podem influir na gestão da inflação, o Banco Central do Brasil (2011) fez um modelo em que constava a curva de Philips normal, como colocado no primeiro capítulo, uma regra de Taylor e um hiato do produto, que é afetado pela taxa *swap* e pelo crescimento do crédito. De acordo com o modelo, a taxa de juros é transmitida pela curva de juros e pelo mercado de crédito, sendo o recolhimento compulsório essencial na determinação dos empréstimos e no crescimento no volume de crédito. Dentro da estimativa feita pelo Banco Central do Brasil (2011), o aumento do recolhimento compulsório reduz o crescimento do crédito. Este, por sua vez, afeta o hiato do produto, o qual será determinante para política monetária, uma vez que modifica a demanda agregada. De acordo com a simulação feita pelo Banco Central do Brasil (2011), os recolhimentos compulsórios são capazes de alterar a inflação, e seu impacto máximo sobre os preços ocorreria com grande defasagem, pelo terceiro ou quarto trimestre após a mudança nas alíquotas de compulsório. Conforme BCB (2011):

“As medidas macroprudenciais podem servir para corrigir desequilíbrios do mercado financeiro e, assim, auxiliar no controle da demanda agregada e, portanto, de preços. Notadamente, os recolhimentos compulsórios, como instrumento macroprudencial, procuram ajustar a liquidez e promover a estabilidade do sistema financeiro, mas podem afetar a oferta de crédito. Já as citadas medidas de moderação atuaram diretamente nas concessões de crédito, objetivando seu crescimento sustentável e, conseqüentemente, também uma maior estabilidade financeira.” (BCB, 2011:98)

Embora as medidas macroprudenciais, dentre elas o recolhimento compulsório, sejam primordialmente destinados a conter o crescimento do crédito e a reduzir a vulnerabilidade financeira do sistema bancário em situações de crise, como afirma a literatura vigente, elas também afetam a taxa de inflação, seja aumentando a estabilidade financeira por meio do aumento da resistência do sistema bancário frente a choques, seja reduzindo o crédito, comprimindo o poder de compra das famílias e de investimento das empresas, afetando a demanda agregada e a taxa de inflação. O reconhecimento de que as medidas macroprudencias podem ser compatibilizadas com o regime de metas para a inflação será assunto para a próxima seção.

### 3.2.1 - Compatibilização entre as medidas macroprudenciais e o regime de metas para inflação

Com a insurgência da crise global de 2008, muitos economistas do *mainstream* passaram a repensar algumas premissas utilizadas pelos novos keynesianos para a elaboração teórica do regime de metas para inflação. Essa revisão no pensamento macroeconômico vai desde a condução da política monetária até a regulação do sistema bancário. Blanchard et al. (2010), um dos renomados economistas dessa corrente de pensamento, declarou que “*the crisis clearly forces us to question our earlier assessments*”. Dentro desse processo, a condução da política monetária por meio do regime de metas para inflação está sendo revista e aprimorada.

Como foi visto no capítulo 2, os países emergentes sofrem com a intensa volatilidade cambial em decorrência dos ciclos de liquidez internacional. Por isso, tais países adotaram um regime de metas para a inflação em que não deixaram de lado algumas medidas prudenciais que visavam à estabilidade cambial e, conseqüentemente, à estabilidade financeira, com ajuda adicional no controle da inflação.

Embora fosse o regime de metas para inflação o desenho mais geral de política monetária, os países “emergentes”, como afirma Blanchard et al. (2010), tinham outros objetivos, como limitar a exposição do seu passivo em dólar para evitar instabilidade financeira, diferentemente de muitos países centrais. Conforme os autores: “*this was less true [implicações macroeconômicas da regulação financeira] in some emerging markets, where prudential rules such as limits on currency exposures (and sometimes an outright prohibition against lending to residents in foreign currency) were designed with macro stability in mind*”.

O que a crise mostrou de forma clara é que o objetivo do banco central deve ir além do controle da inflação - embora ela ainda seja o alvo principal, para o *mainstream* - sendo preciso considerar também o produto e a estabilidade financeira. E que para isso, os bancos centrais contam com uma gama variada de ferramentas que podem utilizar para atingir a estabilidade financeira. Conforme dito por Blanchard et al (2010:10), “*(...) the crisis has made clear that macroeconomic policy must have many targets; the good news is that it has also reminded us that we have in fact many instruments, from ‘exotic’ monetary policy to fiscal instruments, to regulatory instruments.*” Durante o período de crise, muitos economistas resgataram alguns

debates, como o da regulação bancária, das medidas para estabilidade financeira e do papel do banco central na atividade econômica.

Depreende-se das declarações de Blanchard et al. (2010) que as medidas macroprudenciais são compatíveis com o regime de metas para inflação, e, acima de tudo, de que se fazem mais necessárias quando o objetivo dos bancos centrais vai além da estabilidade de preços. Porém, o regime de metas para inflação continua sendo o quadro de política monetária. As medidas macroprudenciais seriam apenas instrumentos complementares e auxiliares na busca pela estabilidade de preços e financeira, não sendo substituta de maneira alguma da taxa de juros. O que Blanchard et al. (2010) propõem é que um dos objetivos principais a ser seguido pelos bancos centrais continue sendo a inflação estável, o que não a torna o objetivo único. É preciso levar em conta também a estabilidade financeira, meta que deve estar presente entre os *policymakers*, podendo se valer para isso das ferramentas macroprudenciais.

Do debate surgido no pós-crise entre muitos economistas do *mainstream*, revelou-se a necessidade de uma regulação bancária mais acentuada, visando com isso a estabilidade financeira do sistema. As medidas macroprudenciais também podem ser utilizadas para tal finalidade, pois contribuem significativamente para a regulação do capital dos bancos, reduzindo a alavancagem das instituições financeiras.

Dessa forma, depreende-se o reconhecimento, mesmo pelos adeptos do regime de metas para a inflação, que os instrumentos macroprudenciais são plenamente compatíveis com o regime. O encarregado de coordenar tais medidas, na visão de Blanchard et al. (2010), deveria ser o próprio banco central, uma vez que já está apto a monitorar as variáveis macroeconômicas e também já faz o papel de regulador do sistema bancário. Ademais, centralizar no banco central as duas políticas evitaria problemas de coordenação de ambas, caso houvesse uma crise, por exemplo. Optar por manter as duas políticas com instituições distintas problematiza a coordenação das duas políticas em casos extremos.

Além disso, é preciso considerar também que a taxa de câmbio é um preço-chave na economia dos emergentes, o que a torna extremamente relevante para a elaboração das políticas macroeconômicas, principalmente quanto ao seu caráter instável. Desse modo, tais países não podem deixar de lado o câmbio ao definir a política monetária, se valendo de instrumentos que venham a mitigar os efeitos de uma possível volatilidade cambial.

Em suma, o que propõe Blanchard et al. (2010) é que os moldes de política monetária deveriam continuar os mesmos conforme estabelecido pelos novos-keynesianos, porém, os bancos centrais precisam se atentar a outros objetivos, incluindo o produto, os preços de ativos e alavancagem dos agentes por meio do crédito. Nas palavras dos autores:

“But the crisis has made clear that policymakers have to watch many targets, including the composition of output, the behavior of assets prices, and the leverage of different agents. It has also made clear that they have potentially many more instruments at their disposal than they used before the crisis.”  
(Blanchard et al, 2010:16)

Portanto, o modelo genérico continua o mesmo, isto é, mantém-se o regime de metas para inflação, mas agregam-se mais instrumentos para colaborar com o alcance do objetivo da estabilidade financeira e dos preços. Retomando a ideia de Bernanke e Mishkin (1997) debatida no primeiro capítulo, cabe ao banco central fazer uso de tais instrumentos quando julgar necessário.

O Banco Central do Brasil vêm adotando as medidas macroprudenciais como instrumento potente para o alcance da meta para a inflação. Essas medidas passaram a ser explicitadas ao público a partir da crise global de 2008, através das atas do Copom e dos relatórios de inflação.

A seguir será discutido como o Brasil vem praticando tais medidas, sem, no entanto, abandonar o regime de metas para a inflação, e como as especificidades que caracterizam a economia brasileira reforçam a necessidade de se utilizar tais medidas.

### **3.3 - Política macroprudencial praticada pelo Banco Central do Brasil**

Durante a década de 90, os formuladores de política monetária foram gradativamente deixando de utilizar o controle dos agregados monetários passando a conter os preços apenas com a taxa de juros.<sup>13</sup>

Embora apenas recentemente os relatórios de inflação e as atas do Copom publicados pelo Banco Central do Brasil mencionem os instrumentos

---

<sup>13</sup> Ver relatório de inflação do Banco Central do Brasil (2011:98)

macroprudenciais, historicamente o país mantém reservas compulsórias elevadas, favorecendo a utilização desse instrumento.

Um dos fatores que contribuem para o uso de tais ferramentas para se atingir o objetivo tanto inflacionário como de estabilidade financeira é o aumento do mercado de crédito no Brasil. Como já foi apontado no capítulo 2, o mercado de crédito é um canal de transmissão da política monetária e também das medidas macroprudenciais. Como está ocorrendo um aprofundamento desse mercado na economia brasileira, a atuação da política monetária tende a ser maior. De acordo com o relatório de inflação do Banco Central do Brasil (2010), o crédito livre era, em 2006, de menos de 20% do PIB, passando em meados de 2010 a cerca de 30% do PIB, o que ilustra o aumento do mercado creditício no país. Com o aumento desse mercado, contudo, ampliou-se consideravelmente a preocupação da autoridade monetária com relação à saúde do sistema bancário. Nas palavras do próprio BCB (2011):

“para o Copom, a dinâmica do mercado de crédito merece atenção, tanto pelos potenciais impactos sobre a demanda agregada e, por conseguinte, sobre a inflação, quanto por riscos macroprudenciais que dela podem se originar. O dinamismo do mercado de crédito tem determinado crescimento contínuo da relação crédito/PIB, o que, entre outros fatores, contribui para ampliar o poder da política monetária do Brasil. Por outro lado, a fragilidade crescente observada em algumas economias maduras, combinada com as perspectivas favoráveis para a economia brasileira, tem determinado a entrada de intensos fluxos de recursos estrangeiros no Brasil, sendo que parte desses recursos tem sido canalizada para o mercado de crédito.” (BCB, 2011:87)

O principal argumento utilizado recentemente a favor do uso das medidas macroprudenciais foi que uma elevação da taxa de juros – receituário que deveria ser seguido dentro do regime de metas tradicional – aumentaria o diferencial entre os juros doméstico e externo, provocando aumento da entrada de capitais no país. A entrada maciça de divisas decorrentes da busca pela maior rentabilidade causaria apreciação do real. A abundância de moeda na economia seria então revertida em crédito para os consumidores, estimulando a demanda agregada. Nesse caso, o aumento de juros seria ineficiente, revertendo o efeito desejado da política monetária. Portanto, este seria um caso em que os instrumentos macroprudenciais que visassem limitar a oferta de crédito seriam mais eficazes no combate à inflação do que a simples elevação dos juros.

Outro argumento a favor dos instrumentos adicionais para trazer a inflação para a sua meta, é que elevar a taxa de juros pode inibir o *animal spirits* dos empresários<sup>14</sup>,

---

<sup>14</sup> Ver entrevista de Netto (2011)

tendo efeitos danosos para a economia. O Brasil possui a maior taxa de juros real do mundo, o que por si só já inibe o investimento. Aumentar ainda mais essa taxa poderia ter resultados negativos para o setor empresarial, com uma redução desnecessária e muito custosa do produto.

Ademais, um problema inerente à economia brasileira que dificulta a utilização das taxas de juros como único instrumento de política monetária é o fato de boa parte dos títulos públicos ainda estar indexada à Selic. Nesse caso, conforme já discutido, a elevação dos juros aumenta o poder de riqueza dos detentores dos títulos, ao invés de reduzi-la, como seria esperado<sup>15</sup>. Como os bancos são grandes detentores de títulos públicos, inclusive os indexados, a variação na taxa de juros pouco afeta o capital disponível, tendo efeito sobre a oferta de crédito muito limitada. Sendo assim, a política monetária apenas pautada na taxa de juros como instrumento teria pouco efeito sobre a demanda agregada – via crédito – o que contribuiria de forma reduzida para direcionar a inflação para a meta.

Em suma, a taxa básica de juros da economia brasileira é relativamente menos eficiente em conter a demanda agregada, ante o não funcionamento pleno de relevantes canais de transmissão da política monetária. Ao mesmo tempo em que o crédito tem aumentado a participação com relação ao PIB, ganhando maior peso do canal de crédito como via de transmissão da taxa de juros à economia, há certas restrições na economia brasileira que não permitem que a política monetária baseada apenas nos juros tenha seu pleno funcionamento. Embora os juros sejam menos eficientes, são capazes de desacelerar a economia, porém a um custo maior do que comparado com o uso adicional de instrumentos macroprudenciais. Seria preciso uma variação muito mais acentuada dos juros para ter o mesmo efeito, o que torna tal política muito custosa para a economia com um todo.

Para o caso brasileiro, o uso de uma combinação de política monetária usual (taxa de juros) e medidas macroprudenciais pode ter o mesmo efeito em termos de controle da inflação do que o receituário tradicional de elevação dos juros. Porém há um benefício ao se utilizar tais ferramentas, pois o *sacrifice ratio* tende a ser menor, isto é, tende a ser menos custoso em termos de produto e emprego. Ademais, tais instrumentos potencializam a política monetária, já que os canais tradicionais não

---

<sup>15</sup> Ver Fiocca (2011)

funcionam de forma adequada, contribuindo para a estabilidade financeira e dos preços. Dessa forma, as medidas macroprudenciais aparecem como um importante complemento de política macroeconômica e um instrumento potente de política monetária em particular.

Os instrumentos macroprudenciais atuam primordialmente no canal do crédito, o qual no Brasil é direcionado basicamente ao consumo das famílias. Dessa forma, impõe-se uma restrição não ao investimento, como seria com a elevação da taxa de juros, mas ao consumo excedente, não onerando sobremaneira o crescimento da economia brasileira. Sendo assim, o auxílio dos instrumentos prudenciais leva a uma perda menor em termos de produto e emprego.

Com a finalidade de conter os possíveis riscos sistêmicos advindo de um aumento do crédito, o Banco Central praticou medidas macroprudenciais, dentre as quais, destaca-se a elevação dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos a prazo, aumento das exigibilidades sobre recursos à vista e a prazo, aumento de requerimento de capital referente a operações de maior prazo e aumento da alíquota de IOF que passou a incidir sobre operações de crédito para pessoas físicas.

Além de utilizar esses instrumentos de redução da exposição dos agentes do sistema financeiro e de limite ao crédito, o Banco Central do Brasil participa do mercado cambial, comprando ou vendendo dólares, de forma a minimizar os efeitos de uma variação cambial abrupta ou muito intensa. Tais intervenções decorrem principalmente do *fear of floating* dos países “emergentes”, como foi descrito no capítulo 2, e que podem trazer consequências desestabilizadoras para a economia.

Apesar de se utilizar de ferramentas macroprudenciais, o Banco Central do Brasil não deixou de praticar o regime de metas de inflação, se valendo de tais medidas quando achava necessário. De acordo com a BCB (2010):

“o Comitê ressalta que há certa equivalência entre ações macroprudenciais e ações convencionais de política monetária e que a importância desse vínculo tende a crescer com o aprofundamento do mercado de crédito, fenômeno este observado no Brasil nos últimos anos. Entretanto, pondera que não há respaldo que esses dois conjuntos de instrumentos sejam vistos como substitutos perfeitos, pois divergem, entre outros aspectos, no alcance e nos mecanismos de transmissão.” (BCB, 2010:88)

É preciso ressaltar que o BCB não defende a simples substituição do regime vigente (com uso da taxa de juros de curto prazo) pela utilização de medidas macroprudenciais apenas, mas sim o uso conjunto dos instrumentos, uma vez que eles

não se anulam, mas pelo contrário, se reforçam, contribuindo para o atingimento da meta inflacionária e também promovendo a estabilidade financeira.

O que se vê é que a introdução de outros elementos para condução da política monetária pode ser altamente contributiva. O Banco Central do Brasil vem utilizando tais instrumentos como ferramentas adicionais para atingir a meta para inflação. Esse tipo de condução da política monetária está em linha com a revisão do pensamento de alguns economistas do *mainstream*.

## CONCLUSÃO

Antes da crise global de 2008, a abordagem convencional acerca do regime de metas para a inflação se baseava na taxa de juros como principal instrumento para viabilizar a convergência da inflação para à meta estipulada. No caso da inflação estar acima da meta, o banco central eleva a taxa de juros nominal de curto prazo a fim de reduzir a demanda agregada. Disso decorre que o ajuste da economia no regime de metas para inflação se dá pela contração da demanda, o que impõe um custo em termos de produto e emprego.

Embora a forma com que o regime foi concebido pelo Novo Consenso Macroeconômico contemplasse a política monetária como um instrumento – a taxa de juros – e um objetivo – a inflação, houve uma flexibilização na adoção desse regime por parte de alguns países, no entanto, mantendo a lógica central, qual seja, orientar a condução da política monetária estipulada para a inflação. Embora, o próprio regime permitisse a flexibilização, o objetivo maior era o da estabilidade de preços. Uma vez a inflação na meta, a estabilidade financeira e o crescimento do produto estariam garantidos.

Para os países emergentes, a dinâmica dos ciclos internacionais de liquidez, acarretou em volatilidade cambial. Nesses países, essa volatilidade se traduziu em especificidades como o *sudden stop*, *currency mismatch* e *pass-through* (câmbio – preços internos), que tornaram a taxa de câmbio uma fonte de instabilidade. Por esse motivo, os países “emergentes” tendem a intervir na taxa de câmbio, praticando um regime cambial caracterizado como de flutuação “suja”. Tornam-se necessários, pois, instrumentos para minimizar os efeitos desestabilizadores do câmbio.

Ademais, os canais de transmissão da política monetária operam de forma obstruída principalmente nos países periféricos, em decorrência do baixo desenvolvimento dos mercados de crédito e de capitais. Com isso a política monetária tal como tradicionalmente concebida perde poder. Por esses motivos, o Brasil vem usando instrumentos adicionais, como o recolhimento compulsório, para dar sustentação à política monetária, contribuindo para o alcance da meta para inflação.

O que a crise demonstrou é que a política monetária voltada apenas para a estabilidade dos preços, conforme a construção original do regime de metas para a inflação, não leva à estabilidade financeira, sendo necessários outros instrumentos para que se garanta a solvência do sistema financeiro. Nesse sentido, diversos autores do

*mainstream* passaram a admitir as chamadas medidas macroprudenciais como forma de reduzir o risco sistêmico do sistema financeiro. Para isso, assumem duas instâncias distintas de atuação: uma busca conter a exposição e alavancagem excessiva das instituições financeiras pelo aumento da robustez do sistema e do fortalecimento do balanço dos bancos, evitando desequilíbrios; a outra visa conter a transferência do risco financeiro para a economia produtiva, através do melhoramento da qualidade do crédito e do monitoramento da alocação do risco na economia produtiva.

Para cada tipo de desequilíbrio que se queira conter, existe um tipo de instrumento macroprudencial mais adequado. A estabilidade financeira é condição para que haja estabilidade de preços, e vice-versa. Com isso, autores como Clement (2010) e Galati e Moessner (2011) passaram a admitir a complementariedade entre os instrumentos macroprudenciais e a política monetária. Está havendo uma mudança no pensamento macroeconômico a fim de reconhecer tais medidas como instrumentos complementares ao regime de metas de inflação. O que esse estudo pretendeu demonstrar é que as medidas macroprudenciais não são complementares da política monetária, mas sim, instrumentos que podem fazer parte do escopo da própria política monetária.

Antes mesmo de aparecer esta mudança no pensamento macroeconômico do *mainstream*, muitos países emergentes não abandonaram por completo o controle do compulsório e a limitação do passivo em dólar, se valendo de tais instrumentos macroprudenciais sempre que achavam necessário.

No caso do Brasil, o uso das medidas macroprudenciais contribuiu tanto para a estabilidade financeira como para viabilizar uma administração mais eficiente do regime de metas. Um dos motivos para isso é que a política tradicional de elevação dos juros de curto prazo incorre em aumento do diferencial de juros internos e externos, provocando entrada maciça de capital. Grande parte desse capital seria dirigida para o mercado creditício estimulando a demanda agregada e anulando o efeito desejado da política monetária. Para que a política tenha efeito, é preciso uma forte elevação da taxa de juros para conter a expansão do crédito, o que provoca um *sacrifice ratio* muito grande. Nesse sentido, mostrou-se necessário o uso dos instrumentos macroprudenciais com intuito de reduzir o custo em termos de produto e emprego.

Ademais, os juros altos inibem o *animal spirits* dos empresários, desincentivando novos investimentos. Além disso, há uma peculiaridade da economia brasileira que dificulta a operação do sistema um instrumento – um objetivo que são os

títulos indexados à taxa básica de juros. Com isso, quando se deveria ter uma redução do estoque de riqueza com uma elevação dos juros de curto prazo, os portadores desses títulos indexados têm a riqueza aumentada.

No caso brasileiro, peculiaridades macroeconômicas e institucionais tornam os canais de transmissão da taxa de juros de curto prazo menos eficientes. Dessa forma, o uso combinado de taxa de juros de curto prazo e de medidas macroprudenciais pode ter o mesmo efeito em termos de controle de inflação, mas com maiores vantagens, pois a taxa de sacrifício da economia tende a ser muito menor. Além disso, as medidas macroprudenciais atuam primordialmente na contenção do crédito com menos efeitos colaterais sobre as decisões de investimento.

Nessa perspectiva, os instrumentos macroprudenciais devem ser entendidos como parte integrante da política monetária, podendo contribuir para uma melhor compatibilização entre controle da inflação, crescimento econômico e estabilidade financeira.

O Brasil pode ser entendido como um exemplo de que o uso de políticas macroprudenciais traz os mesmos efeitos quanto ao controle inflacionário, mas com maiores vantagens. O país está fazendo uso de tais instrumentos mesmo dentro do regime de metas para a inflação, tendo apresentado resultados positivos. Isso exemplifica a compatibilidade desses instrumentos com o regime de metas para a inflação. Tal condução de política está em linha com as mudanças recentes no pensamento de diversos economistas do *mainstream*.

O que a crise global mostrou de forma clara é que o objetivo do banco central deve ir além do controle da inflação sendo preciso considerar também o produto e a estabilidade financeira. E, que para isso, os bancos centrais contam com uma gama variada de instrumentos macroprudenciais, as quais, além de ser plenamente compatíveis com o regime de metas, se tornam ainda mais necessárias frente aos múltiplos objetivos dos bancos centrais contemporâneos. Esses instrumentos adicionais colaboram para tornar a política monetária diversificada e poderosa, não se restringindo apenas ao uso da taxa de juros de curto prazo.

Em suma, está havendo uma identificação da importância das medidas macroprudenciais como forma de condução da política monetária por parte do *mainstream*, o que abre espaço para o reconhecimento das limitações do regime de metas para inflação tal como foi concebido pelo Novo Consenso Macroeconômico. Não obstante, essas mudanças verificadas nas abordagens do *mainstream* são

insuficientes para reconhecer os instrumentos macroprudenciais como parte integrante da política monetária, ao invés de meramente complementar. Ademais, o reconhecimento de que a política monetária deve ser voltada a múltiplos objetivos ainda conta com enormes resistências por parte da maioria dos adeptos do Novo Consenso Macroeconômico. Vale salientar que a admissão da multiplicidade dos objetivos da política monetária descaracteriza a própria lógica do regime de metas para inflação tal como originalmente concebido.

**BIBLIOGRAFIA**

ALESINA, Alberto; SUMMERS, Lawrence. Central Bank Independence and Performance: Some Comparative Evidence, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Maio, 1993

ARESTIS, Philip, Fiscal Policy within the New Consensus Macroeconomics Framework, in J. Creel and M. Sawyer (eds.), *Current Thinking on Fiscal Policy*, London, Palgrave, 2008

ARESTIS, Philip; SAWYER, Malcolm. A Critical Reconsideration of the Foundations of Monetary Policy in the New Consensus Macroeconomics Framework, *Cambridge Journal of Economics*, 32, 2008.

\_\_\_\_\_. *Inflation Targeting: a Critical Appraisal*, Working Paper No. 388, September. 2003

\_\_\_\_\_. *What Monetary Policy after Crisis?* 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Política Monetária e Defasagens do Mecanismo de Transmissão, *Relatório de Inflação*, pp 120-124, setembro de 2007.

\_\_\_\_\_. Poder da Política Monetária no Brasil, *Relatório de Inflação*, pp 102-105, junho de 2010

\_\_\_\_\_. *Relatório de inflação*, dezembro de 2010.

\_\_\_\_\_. *Relatório anual*, dezembro de 2010.

\_\_\_\_\_. Medidas Macroprudenciais – Impactos dos Recolhimentos Compulsório, *Relatório de Inflação*, pp 98-103, junho de 2011.

\_\_\_\_\_. *Relatório de Inflação*, setembro de 2011.

BANK OF ENGLAND. *The role of macroprudential policy*. A Discussion Paper, November, 2009.

BARRO, Robert J; GORDON, David B. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics*, Vol 12, No.1, July 1984.

BEAU, Denis; CLERC, Laurent; MOJON, Benoît, *Macro-prudential policy and the conduct of monetary policy*, Banque de France Occasional paper No 8, January, 2011

BERNANKE, Ben, MISHKIN, Frederic, *Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 5893, January, 1997

BIS. *Macroprudential policy tools and frameworks*. Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 14 February, 2011.

BLANCHARD, Olivier. *The State of Macro*. The Annual Review of Economics. Maio, 2009.

BLINDER, Alan. *The case against the case against discretionary fiscal policy*, CEPS Working Paper no. 100, June, 2004.

BORIO, Claudio; SHIM, Ilhyock. *What Can (Macro)-Prudential Policy do to Support Monetary Policy?*, BIS, Abril, 2007.

CARVALHO, Fernando. J. C.; SOUZA, Francisco. E. P.; SICSÚ, João. ; PAULA, Luiz. F. R.; STUDART, Rogério. *Economia Monetária e Financeira. Teoria e Política*. . Ed. Campus, Rio de Janeiro: 2ª edição, 2007

CARVALHO, Fernando, Uma Contribuição ao Debate em torno da Eficácia da Política Monetária e Algumas Implicações para o Caso do Brasil, *Revista de Economia Política*, vol. 25, nº 4 (100), pp. 323-336 outubro-dezembro/2005

CARUANA, Jaime. *Macroprudential policy: working towards a new consensus*, BIS speech, 23 April 2010.

CLARIDA, Richard; GALI, Jordi; GERTLER, Mark. The Science of Monetary Policy: a New Keynesian Perspective, *Journal of Economic Literature*, vol. 37, nº 4. Dezembro, 1999.

CLEMENT, Piet. *The term “macroprudential”*: origins and evolution. BIS Quarterly Review, March 2010.

CUKIERMAN, Alex. *Central Bank Strategy, Credibility and Independence*. Cambridge, MIT Press, 1992.

FARHI, Maryse. *Análise Comparativa do Regime de Metas de Inflação; pass-through, formatos e gestão nas economias emergentes*, Texto para Discussão, IE/Unicamp, No.127, Julho, 2007

FIOCCA, Demian. Como reduzir os juros, *Valor Econômico*, São Paulo, 14 jul. 2011.

FONTANA, Giuseppe. Fiscal Policy in Today’s Endogenous Money World, in J. Creel and M. Sawyer (eds.), *Current Thinking on Fiscal Policy*, London, Palgrave, 2008.

GALATI, Gabriele; MOESSNER, Richhild. *Macroprudential policy – a literature review*, BIS Working Papers No 337, February 2011.

KEYNES, John M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. 2ª ed. Nova Cultural, 1985.

KYDLAND, Finn; PRESCOTT, Edward. Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy*, Junho, 1977.

LUCAS, Robert E. JR. Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory* 4, 103-124, 1972.

MARTINS, Ítalo; FARHI, Maryse. *Macroeconomic Policies in the Aftermath of the crisis: mainstream and new Keynesianism*. In: Conferencia Internacional del Aniversario de la Revista Investigación Económica, 2011.

MISHKIN, Frederic. *Inflation Targeting in Emerging Market Countries*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 7618, Março, 2000.

\_\_\_\_\_. *Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?*, NBER Working Paper No 10646, Março, 2004.

MENDONÇA, Helder Ferreira. Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro. *Economia e Sociedade*, 16, 65-81, jun. 2001

MUTH, John. Rational Expectations and the Theory of Price Movements, *Econometrica*, Vol. 29, No.3, Junho, 1961

NETTO, Antonio D. O juro é o fura bolo. *Valor Econômico*, caderno ValorInveste, São Paulo, 19 ago. 2011.

NEVES, André Lucio, OREIRO, José Luis. *O Regime de Metas de Inflação: uma Abordagem Teórica*, Ensaios FEE, Vol.29, No.1, Junho, 2008.

OLIVEIRA, Giuliano. Regime de metas para a inflação: algumas lições a partir da experiência internacional. *Economia & Tecnologia*, UFPR, v.5, p.49-61, 2006.

OLIVEIRA, Giuliano. Moeda indexada, indexação financeira e as peculiaridades da estabilidade monetária no Brasil. *Revista Economia Ensaios*, Uberlândia, 24 (2), p.7-26, jan/jun, 2010.

SICSU, João. Expectativas Inflacionárias no Regime de Metas de Inflação: uma Análise Preliminar do Caso Brasileiro, *Economia Aplicada*, Vol.6, No.4, 2002.

\_\_\_\_\_. Teoria e Evidências do Regime de Metas de Inflacionárias, *Revista de Economia Política*, Vol. 22, No. 1, Janeiro/Março, 2002.

SILVA, Daniel. *Mecanismos de transmissão da política monetária: fatores que condicionam os impactos da taxa de juros sobre a demanda agregada*, 70f., TCC/Unicamp, 2010.

SNOWDON, Brian; VANE, Howard. *Modern Macroeconomics: Its Origin, Development and Current State*. Ed. Edward Elgar, 1ª edição, 2005.

TAYLOR, John. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie – Rochester Conference on Public Policy*. 39:195-214, 1993.

TAYLOR, John. *Getting Back on Track: Macroeconomic Policy Lessons from the Financial Crisis*, Federal Reserve of St. Louis Review, Maio/Junho, 2010.