

## Uma Contribuição ao Debate em torno da Eficácia da Política Monetária e Algumas Implicações para o Caso do Brasil

FERNANDO J. CARDIM DE CARVALHO\*

A contribution to the debate on the efficacy of monetary policy and some implications in the case of Brazil. The main opposition between Keynesian and Classic monetary theories is defined by the former's proposition of money non-neutrality in the long period. According to Keynes, it is not possible to describe a monetary economy's long period position without first specifying the monetary policy it is adopting. The policy is described by the choice of the short-term interest rate which exerts an important determining influence on the long term rate and, therefore, on real investment decisions. Based on this reasoning, inflation target monetary policy regimes are criticized, in particular the one adopted in post-1999 balance of payments crisis Brazil because of its deleterious impact on investment and growth.

Key-words: Keynesian Monetary Policy; Inflation Target Regime; Monetary Policy in Brazil

JEL Classification: E 52

“The theory which I desiderate would deal with an economy in which money plays a part of its own and affects motives and decisions and is, in short, one of the operative factors in the situation, so that the course of events cannot be predicted, either in the long period or in the short, without a knowledge of the behaviour of money between the first state and the last. And it is this which we ought to mean when we speak of a **monetary economy**.” John Maynard Keynes

---

\* Professor Titular do Instituto de Economia da UFRJ. O autor agradece o estímulo de Luiz Carlos Bresser-Pereira à preparação deste artigo. Também agradece o apoio do CNPq e do PRONEX/CNPq/Faperj. E-mail: fjccarvalho@uol.com.br

## 1. INTRODUÇÃO

O traço distintivo mais importante da teoria monetária de Keynes, e da visão de política monetária que dela se segue, é certamente o suposto de não-neutralidade da moeda, isto é, o postulado de que a política monetária exerce um impacto *real e duradouro* sobre a economia. Parte da ortodoxia, na verdade, aceita a não-neutralidade da moeda, desde que confinada ao curto prazo. Reconhecendo na moeda apenas a sua função de meio de pagamento, a teoria econômica convencional tende a encarar política monetária como consistindo apenas na variação do estoque de meios de pagamento. Além disso, decisões de política monetária são concebidas como similares a reformas monetárias.<sup>1</sup> Nessas condições, a não-neutralidade só pode resultar da existência de ilusão monetária (por parte dos que confundem um acréscimo no estoque de moeda com um aumento de riqueza real), ou da rigidez de preços (pela existência de defasagens de informação, ou impostas por obrigações contratuais, por exemplo), impedindo o ajuste imediato de preços. No longo prazo, a ilusão monetária desapareceria, por irracional, e a rigidez daria lugar a uma gradual correção dos preços. Como escreveu Friedman a respeito da Teoria Quantitativa da Moeda, base comum da abordagem convencional:

“We have accepted the quantity-theory presumption, and have thought it supported by the evidence we examined, that changes in the quantity of money as such *in the long run* have a negligible effect on real income, so that nonmonetary forces are ‘all that matter’ for changes in real income over the decades and money ‘does not matter’.” (1973: 82, ênfase no original)

Para a economia de Keynes, como sumarizado na epígrafe a este artigo, a política monetária exerce um impacto duradouro sobre a economia e isto não se deve apenas aos dois fatores reconhecidos pela teoria convencional. Para aquele autor, a moeda não é neutra, e a política monetária tem efeitos reais duradouros porque a moeda numa economia empresarial moderna é mais que um mero meio de pagamento, ela é uma forma de riqueza, com atributos que se tornam particularmente atraentes em certas conjunturas. A não-neutralidade da moeda, na verdade, é colocada como um aspecto da proposição mais ampla de que *liquidez* é um atributo essencial dos ativos, aos olhos dos seus detentores efetivos e potenciais. Mais do que uma *conveniência temporária*, como na teoria de Marshall e na reconstrução da teoria quantitativa por Friedman, a moeda, pelo seu atributo de liquidez, é uma forma relativamente segura de riqueza, uma “máquina do tempo” para o transporte de poder de compra, na feliz imagem de Paul Davidson. Sua principal característica, neste particular, não é a de ser apenas um veículo conveniente para transportar poder de liquidação de obrigações entre datas de

---

<sup>1</sup> Cf. Lucas, Jr (1981): “... the basis of the Phelps/Friedman argument is the idea that monetary policy is basically a matter of units changes, and units changes should not have real consequences.” (p. 561). Na mesma página, Lucas acrescenta que este tratamento é compartilhado também por sua própria escola, que Tobin apelidou de monetarismo tipo II.

recebimento e datas de pagamentos,<sup>2</sup> mas a de *se constituir em direito sobre a renda social que pode ser exercido a qualquer momento do tempo, sem que esse momento tenha de ser pré-especificado pelo seu detentor*. Assim, a posse de moeda torna-se um excelente *hedge* contra as incertezas do futuro. Mas se a moeda é uma forma de riqueza, com atributos próprios, sua retenção deve se dar às custas do espaço ocupado por outras formas de riqueza. É nesses termos que a não-neutralidade da moeda prevista por Keynes e keynesianos vai se definir: não em termos da função meio de pagamento, mas da função *forma de riqueza* (ou, na linguagem de manuais, de *reserva de valor*).

A eficácia da política monetária e do regime de metas inflacionárias tem sido tema de intenso debate recentemente no Brasil. Na sua maioria, as intervenções nesse debate compartilham uma mesma visão fundamental, dada pela teoria convencional, mencionada acima. Buscam, por isso, seus autores aperfeiçoar ou dar mais elasticidade ao regime de política monetária em prática, porque acreditam eles que fatores reais, em última análise, estão *além* da influência dessa política. Neste breve artigo queremos apresentar uma visão alternativa do processo de política monetária, baseada na economia de Keynes e, portanto, no suposto de não-neutralidade da moeda *mesmo no longo período*. Para tanto, na seção seguinte, apresentaremos, da forma mais concisa possível, o conceito de não-neutralidade proposto na economia de Keynes e suas implicações para a operação da política monetária. A literatura publicada sobre esse ponto é já vasta, o que nos permitirá passarmos rapidamente por ele. A seção 3 discutirá os mecanismos de transmissão das ações da autoridade monetária. A seção 4 tratará do caso brasileiro, discutindo a política monetária seguida nos últimos anos à luz da discussão precedente. A seção 5 conclui, apresentando algumas propostas para a reorientação da política monetária.

## 2. A NÃO-NEUTRALIDADE DA MOEDA E A POLÍTICA MONETÁRIA

Existe já disponível uma ampla literatura a respeito desse ponto, sem contar os escritos do próprio Keynes, que se tornaram conhecidos após a publicação de seus escritos econômicos e políticos. Por essa razão, faremos aqui apenas um breve sumário do argumento.<sup>3</sup> Nessa linha de pensamento, concebe-se uma econo-

---

<sup>2</sup> Desde Marshall, a justificativa para a retenção de moeda para a realização de transações é a conveniência de ter em mãos o meio de pagamento que será necessário utilizar-se no momento da liquidação em vez de algum outro ativo que teria primeiro de ser vendido (isto é, trocado por meios de pagamento) antes da transação original poder completar-se. A utilidade da moeda, portanto, na visão de Marshall, Friedman e dos outros seguidores da teoria quantitativa da moeda, reside em reduzir o “custo” de transação.

<sup>3</sup> O leitor interessado em aprofundar este ponto poderá valer-se de Davidson (1994), Minsky (1980), Kregel (1980) e Carvalho (1992), onde as referências aos trabalhos de Keynes relevantes podem ser encontradas.

mia de mercado moderna como aquela em que *empresas* assumem a responsabilidade pela produção e pela acumulação de capital produtivo, com vistas à obtenção de lucro em moeda corrente. Em contraste com a economia de produtores independentes, retratada nos modelos de equilíbrio geral, onde reinam consumidores maximizando sua satisfação individual<sup>4</sup>, numa economia empresarial as decisões de produção e investimento são orientadas pela busca de lucros, e os processos “produtivos” consistem na aplicação de dinheiro com a intenção de obter mais dinheiro ao final do processo. Valores monetários estão presentes, portanto, na função objetivo do agente mais importante dessa economia, que é a empresa (no sentido de que de suas decisões depende o nível de atividade e, portanto, a renda do restante dos agentes econômicos).<sup>5</sup> Nessa economia, portanto, a moeda é insumo e produto e nada importa para a decisão do empresário senão a expectativa de obtenção de *lucro monetário* (e não um simples excedente de produto), em resultado da ação que escolher.

A incerteza que cerca esse processo de decisão leva ao surgimento de instrumentos e instituições de atenuação e/ou socialização de riscos. Dentre eles, o mais importante, para a abordagem de Keynes, é a emergência de contratos futuros em moeda, que permitem a empresários controlar seus custos durante o período de produção e reduzir as incertezas quanto à demanda no caso de bens de maior valor. Na visão desta escola, a instituição dos contratos em moeda para liquidação futura é característica fundamental de uma economia empresarial e responde por grande parte de seu excepcional dinamismo, quando comparada a outras formas de organização social.

Numa economia desse tipo, a moeda exerce, primordialmente, o papel de medida de valor para a elaboração de contratos e de meio de pagamento para sua liquidação. Esse duplo papel de moeda de conta e meio de pagamento *implica* tornar a moeda uma forma de riqueza, isto é, de transporte intertemporal de direitos ao produto social (criando o que em teoria monetária é usualmente chamado de função reserva de valor).

Deve-se observar que tomar a moeda como riqueza no contexto aqui descrito nada tem de ilusão monetária. O agente é perfeitamente consciente de que a moeda não oferece “rendimentos”, mas ele é consciente igualmente de que outras formas de riqueza oferecem riscos superiores aos da moeda em virtude de sua iliquidez relativa quando comparadas com ela. Na abordagem de Keynes, o rendimento dessas outras formas de capital nada mais é do que a compensação pela sua iliquidez, relativa à moeda, que é tomada como referência. Esta é a *teoria da preferência pela liquidez*, segundo a qual a taxa de juros mede exatamente

---

<sup>4</sup> Hyman Minsky qualificava a visão da teoria convencional de *paradigma da feira da aldeia*.

<sup>5</sup> E também no sentido de que as escolhas da empresa não se reduzem a formas alternativas de maximizar a satisfação dos consumidores que as possuem. A empresa é um *indivíduo* no sistema, no sentido de que possui suas próprias preferências e objetivos. Keynes, ao apresentar essa visão, comparava-a à de Marx com relação ao *capital*, que não se confunde com capitalistas enquanto pessoas ou com seus interesses pessoais.

o apego que os detentores de riqueza têm, a cada momento, pela segurança que a posse de um ativo com a liquidez que a moeda tem oferece. A taxa de juros mede, assim, o custo de oportunidade da moeda, o valor de sua liquidez relativa.

Nessas condições, a política monetária impacta o mercado de formas de riqueza (ativos) ao fazer variar a quantidade de ativos líquidos disponíveis para acumulação e/ou os termos em que estes ativos podem ser adquiridos. Dada a diferença de atributos de liquidez que as caracterizam, as diversas classes de ativos não são substitutas perfeitas entre si, fazendo com que a alteração na disponibilidade de moeda (e dos termos em que ela se torna disponível) faça o preço dos outros ativos variar. A mudança no preço dos outros ativos, por sua vez, induz modificações na composição desejada da riqueza, não apenas financeira, mas também de ativos reais, já que todos os ativos compartilham a função comum de servir como veículos para acumulação de riqueza. Assim, a política monetária na abordagem de Keynes não influencia a economia exclusivamente (e talvez nem principalmente) aumentando ou diminuindo a oferta de meios de pagamento, mas sim aumentando ou diminuindo a disponibilidade de ativos líquidos frente às outras classes de ativos.<sup>6</sup> Com isso, a política monetária afeta não apenas a produção corrente, mas também as decisões de investimento e, portanto, as possibilidades reais da economia mesmo no longo termo.

Ao contrário da visão convencional, que focaliza apenas a disponibilidade de meios de pagamento e que, por isso mesmo, julga que um banco central deve voltar-se apenas para o comportamento dos preços de bens e serviços, já que sua influência sobre variáveis reais é, no máximo, temporária, economistas keynesianos ressaltam os efeitos da política monetária sobre os preços dos ativos e, desse modo, os efeitos reais duradouros dessas políticas sobre o investimento real e o produto. Em resultado, dois quase-consensos correntes são recusados: 1. um banco central não pode se “especializar” em perseguir metas nominais, como as metas inflacionárias, porque sua política impactará também variáveis reais, e não apenas no curto termo; 2. como a ação da autoridade monetária tem impactos potencialmente divergentes sobre a taxa de inflação e sobre o produto (e sobre o investimento real), a decisão de fixação da taxa de juros não é puramente “técnica”, mas é também intrínseca e inevitavelmente política, porque envolve julga-

---

<sup>6</sup> Minsky sumariza a relação através da seguinte cadeia de argumentos: “A number of reasons can be advanced for the view that the price of real capital is a rising function of the quantity of money. (1) Money is an asset whose value for settling contracted debts is fixed. (...) (2) Moneyness also characterizes those assets whose contractual cash payments are virtually certain and which have good secondary markets; government debt is such an asset. (...) (3) Furthermore, the greater the amount of money is a representative portfolio the smaller the chance that a decline in receipts will force the representative unit to sell assets for cash. (...) (4) Even if the sectors holding real capital and having balance sheet payment commitments are not holding reserves of money, the larger the amount of money in existence the easier it will be for such units to raise money by selling assets or additional liabilities. (...) (5) Note that a decrease in the rate of increase in the money supply is an immediate signal to units with debts that at some future date ‘standby’, ‘covering’, or ‘emergency’ financing may be harder to arrange and more costly.” (Minsky, 1982: 212/3).

mento não apenas de meios, mas também de fins (por exemplo, favorecendo mais a estabilidade de preços que o crescimento econômico); por essa razão, o banco central não deve ser independente, mesmo na versão atenuada que propõe a “autonomia de instrumentos”. É exatamente o “instrumento” que importa, a determinação da taxa de juros, pois é ela que poderá afetar preços, mas também investimento e produto. Em economias abertas e com livre movimentação de capitais, como a brasileira, este dilema político se torna um “trilema”, já que a política monetária se torna também política cambial, posto que diferenciais internacionais de taxas de juros se tornam um dos principais determinantes da taxa de câmbio.<sup>7</sup> O impacto real da política monetária agora se dará também através do efeito que induzirá nas exportações líquidas do país como resultado de variações na taxa de câmbio corrente (ao qual se soma, naturalmente, o efeito sobre o investimento na produção de bens exportáveis ou substituidores de importações, induzido pela variação na rentabilidade das operações de comércio exterior).

### 3. MECANISMOS DE TRANSMISSÃO

A percepção de que a moeda numa economia empresarial se torna uma forma de riqueza, um ativo, permite à economia de Keynes explorar a influência da política monetária sobre a decisão de investir, já que a autoridade monetária adquire o poder de induzir mudanças nos “portfólios” do público, incluindo-se nesses ativos reais, como bens de capital, imóveis, etc. Apontar a existência deste papel para a moeda, no entanto, não implica nem exige ignorar que ela é também meio de pagamento, ou ainda, que meios de pagamento não se resumem à moeda legal criada pelo banco central, mas incluem também depósitos à vista nos bancos comerciais, que são, em sua maioria, criados em resultado do processo de concessão de crédito bancário a empresas e famílias. A política monetária age sobre a economia, por consequência, através de múltiplos canais, ou mecanismos de transmissão.

O primeiro desses canais é precisamente o de ajuste de portfólio. Tipicamente, o banco central age sobre a circulação financeira, através de operações de mercado aberto, pelas quais se opera uma troca de reservas bancárias por títulos, em geral públicos.<sup>8</sup> O primeiro estágio do mecanismo de transmissão se dá pelo ajust-

---

<sup>7</sup> Bresser-Pereira e Nakano (2002) mostraram que esse “trilema” não se manifesta apenas através da chamada teoria da paridade das taxas de juros, segundo a qual numa pequena economia com conta de capitais liberalizada a taxa de câmbio passa a depender diretamente dos diferenciais de taxas de juros entre a economia doméstica e a internacional (no caso de regime de câmbio flutuante, a determinação se altera para incluir no cálculo também a variação cambial esperada), mais um elemento que meça o “risco” do país considerado como destino de aplicações financeiras. Em seu trabalho, os autores mostram que a política monetária doméstica pode ser um determinante essencial do próprio coeficiente de risco-país, ao fixar taxas de juros tão elevadas que despertem nos aplicadores o temor de um provável *default*.

<sup>8</sup> A teoria keynesiana distingue dois circuitos monetários: a circulação financeira (moeda usada “for

te de portfólio do setor bancário que se supõe operar, normalmente, nos segmentos de maturidade mais curta do espectro de ativos. Bancos comerciais têm na criação de depósitos sua mais importante conta passiva e mesmo depósitos a prazo tendem a ter maturidade relativamente curta quando comparados a outras formas de captação de recursos. Em conseqüência, os ativos que o setor bancário detém dificilmente poderão ter maturidade mais longa sem afetar negativamente sua segurança patrimonial, a não ser, como no caso de papéis para os quais existam mercados secundários organizados e ativos, que estes ativos tenham um atributo de liquidez mais forte. Empréstimos feitos pelo setor, em particular, devem ter maturidades compatíveis com as maturidades do seu passivo. Isto tudo implica que, para que a política monetária possa ter o efeito descrito na seção anterior, é preciso que exista na economia um sistema financeiro suficientemente diversificado (em termos de mercados e instituições) para que o ajuste de portfólio no setor bancário, induzido pela operação do mercado aberto, se transmita para o segmento de maturidade mais longa e não seja exaurido na simples substituição de ativos de curto termo. Em outras palavras, requer-se a existência de uma *curva de rendimentos*<sup>9</sup> que defina relações estáveis entre as taxas de juros (e preços, portanto) de títulos de variadas maturidades, de modo que o ajuste iniciado no segmento curto do mercado acabe por transmitir-se ao segmento de maior maturidade, influenciando os preços dos bônus e, com eles, dos ativos reais de investimento com quem estes últimos guardam uma relação de substitutibilidade mais significativa.

Uma variante do canal de portfólio seria menos exigente com relação à existência de uma curva de rendimentos relativamente estável e bem definida, levando em conta que o setor bancário exerce um papel importante como financiador do restante do sistema financeiro de uma economia. Assim, uma variação dos retornos de ativos mantidos alternativamente a reservas poderia ser transmitido “à frente” através do efeito que a operação no mercado aberto tivesse sobre os termos pelos quais bancos financiam instituições como, por exemplo, bancos de investimento, que, por sua vez, repassariam o sinal para o preço dos títulos que estivessem colocando no mercado. Alternativamente, se o preço de títulos de longo

---

the purposes of finance”) e a circulação industrial (moeda usada “for the purposes of industry”). Como explicado por Keynes: “By industry we mean the business of maintaining the normal process of current output, distribution and exchange and paying the factors of production their incomes for the various duties which they perform from the first beginning of production to the final satisfaction of the consumer. By finance, on the other hand, we mean the business of holding and exchanging existing titles to wealth (other than exchanges resulting from the specialization of industry), including stock exchange and money market transactions, speculation and the process of conveying current savings and profits into the hands of entrepreneurs.” (1971: 217).

<sup>9</sup> Estamos tomando aqui a expressão *curva de rendimentos* no sentido teórico de que exista uma relação entre taxas de juros de diversas maturidades sem que seja necessário, para nosso propósito aqui, definir qual teoria seria essa. No sentido empírico, naturalmente, sempre é possível traçar-se uma curva de rendimentos, que, no entanto, não pressuponham ou descrevam necessariamente nenhum conteúdo comportamental.

prazo dependem da ação de aplicares individuais cujas operações sejam financiadas com crédito bancário, efeito semelhante teria lugar quando a taxa de juros sobre reservas bancárias fosse alterada. Tanto no caso da intermediação financeira, quanto na atuação direta do aplicador em mercado de títulos, a política monetária afetaria retornos sobre papéis de prazo mais longo (concorrentes de investimentos em capital real ou utilizados para financiar a aquisição de capital real) através do efeito sobre a demanda por esses papéis quando ela fosse financiada por crédito bancário. Esse mecanismo, contudo, deveria ser menos eficaz, *prima facie*, que o anterior, pelo menos no primeiro caso, já que o financiamento bancário concedido a outras instituições financeiras tem normalmente o caráter de financiamento-ponte, destinado a cobrir suas demandas por recursos de curto prazo, enquanto essas instituições buscam estabelecer formas mais permanentes de financiamento.

Devem ser considerados também outros dois canais pelos quais a política monetária afetaria diretamente a circulação industrial, através da oferta de crédito. Os efeitos aqui se dariam principalmente no curto prazo, já que tenderiam a afetar o nível de atividade e não necessariamente os investimentos. O impacto da política em ambos os casos se dá através de um mecanismo simples: ao alterar as reservas bancárias (e, assim, a proporção de ativos rentáveis detidos pelos bancos), a autoridade monetária induz o banco a substituir reservas por empréstimos (no caso da política expansiva) ou a recompor suas reservas (no caso da política contracionista). No primeiro caso, a variação do volume de crédito resulta de variações de seu preço, a taxa de juros ativa cobrada pelo banco, que deve mudar em função da variação do custo das reservas induzida pela operação de mercado aberto. No segundo, mesmo que a taxa ativa de juros varie pouco ou que os tomadores sejam pouco sensíveis a ela, supõe a teoria keynesiana a ocorrência normal de situações de racionamento de crédito, que são aliviadas ou agravadas pela variação das reservas bancárias. O argumento keynesiano não é necessariamente idêntico aos de modelos correntes de racionamento de crédito, como os de Stiglitz e outros, baseados na assimetria de informações. A economia de Keynes prevê a possibilidade de racionamento de crédito como resultado da preferência pela liquidez do setor bancário: os bancos devem planejar suas operações ativas combinando rentabilidade com segurança, isto é, retornos e liquidez. Se a disponibilidade de reservas diminui (e, portanto, a liquidez se torna relativamente mais valiosa porque escassa), a oferta de crédito tende a diminuir mesmo que as taxas de juros ativas não mudassem ou que o perfil de riscos dos tomadores permanecesse o mesmo.<sup>10</sup>

A previsão do efeito da política monetária sobre a economia através desses dois canais demanda primeiramente saber-se que proporção dos empréstimos afetados se dirigiam à circulação financeira (sendo absorvidos, portanto, nas transações com ativos financeiros) em vez de para a circulação industrial. Além dis-

---

<sup>10</sup> Cf. Carvalho (1999).

so, com relação a esta última, como já observado, o impacto da política deve se concentrar no nível de atividade, já que o crédito bancário, na circulação industrial, é absorvido principalmente no financiamento a capital de giro das empresas e ao gasto de consumidores com bens duráveis, tendo impacto mais reduzido sobre investimentos, se tiver algum.

Na abordagem apresentada aqui, o impacto da política monetária (e, assim, sua eficácia) depende crucialmente de como o setor bancário repassa para o resto da economia as variações de reservas operadas pela autoridade monetária em suas operações de mercado aberto. Em particular, ressalta-se o que passa normalmente despercebido pela teoria convencional, que são as conseqüências da eventual destinação de recursos pelo sistema bancário à circulação financeira. A variação do nível de liquidez na circulação financeira não tem nenhum efeito óbvio sobre a inflação, dado que este circuito não está ligado à realização de transações com bens e serviços. O impacto da política aqui se dá sobre o preço dos ativos financeiros (e, portanto, sobre as taxas de juros) e, daí, sobre o investimento em ativos reais. Apenas parte da variação de reservas induzida pelo banco central afeta a circulação industrial. Vale lembrar que, da variação que se consegue obter da circulação industrial, os resultados que serão obtidos com relação ao comportamento de níveis de preços de bens e serviços dependerão da não-neutralidade da moeda no curto período. A não-neutralidade da moeda no curto período, contudo, como visto anteriormente, é aceita mesmo por monetaristas como Milton Friedman, e apenas os chamados novos clássicos, corrente de influência declinante em macroeconomia desde os anos 1990, parecem recusá-la, e ainda assim apenas para os casos em que a variação da oferta de moeda possa ser prevista.

#### 4. IMPLICAÇÕES PARA O CASO DO BRASIL

A economia brasileira exhibe uma série de peculiaridades que modificam e condicionam o modo pelo qual a política monetária opera no país. Por um lado, três décadas de alta inflação tornaram impossível a constituição de uma curva de rendimentos que se estendesse para além do curto prazo. A estabilidade de preços alcançada com o Plano Real não permitiu, por outro lado, que se construísse uma situação de normalidade financeira já que ela foi conseguida em um ambiente definido pela existência de um mercado financeiro dominado por papéis públicos de curta maturidade efetiva, remunerados por taxas de juros excepcionalmente elevadas. Além disso, no contexto de abertura da conta de capitais promovida desde meados da década de 1990, sabe-se que a taxa de juros de curto prazo é o principal instrumento de contenção de crises cambiais causadas por fuga de capitais. A adoção do regime de câmbio flutuante não mudou este quadro, como ficou patente durante a turbulência de 2002.

A inexistência de uma curva de rendimentos com projeção temporal adequada e as elevadíssimas taxas de juros de curto prazo deveriam contribuir para reduzir a eficácia da política monetária, já que, por um lado, a circulação financei-

ra absorveria de modo permanente elevada proporção das variações de reservas criadas no processo de política monetária. Os vazamentos da circulação financeira para a circulação industrial seriam relativamente reduzidos (além de se darem em uma economia onde os agentes privados, por conta da experiência inflacionária, estariam habituados a recorrer relativamente pouco ao crédito bancário, financiando seus gastos principalmente com recursos próprios ou recorrendo a fontes extramercado, do agiota financiador de pequenas empresas ao BNDES, no outro extremo). Além disso, os estímulos gerados pela política monetária não se transmitiriam aos segmentos mais longos, onde pudessem influenciar as escolhas de investimento real, pela inexistência daqueles segmentos.<sup>11</sup>

A instabilidade persistente que inviabilizou a construção de uma curva de rendimentos no sistema financeiro, contudo, atua no mesmo sentido com relação à decisão de investir em ativos reais. 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 mais 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. As razões para a focalização em taxas de curto prazo podem ser múltiplas. Por um lado, a estabilização de preços, se efetivamente reduziu os temores de um colapso da economia em um episódio hiperinflacionário, acabou por manter uma acentuada incerteza com relação ao futuro, ao gerar, explicitar ou simplesmente permitir trazer à baila desequilíbrios remanescentes importantes para as perspectivas futuras da economia, como a vulnerabilidade externa, os desequilíbrios fiscais, a obsolescência de estruturas institucionais, a pouca eficiência e confiabilidade dos poderes de Estado, etc. O resultado seria a incapacidade de se antecipar o futuro, aumentando o peso de valores correntes das tomadas de decisão. É possível, assim, que as incertezas que cercam o futuro da economia brasileira, aprisionada por tanto tempo em um ciclo de *stop-and-go*, sejam ainda muito grandes para justificar horizontes maiores de expectativas para esses empresários.

Por outro lado, o foco nas taxas de juros de curto prazo pode se dever simplesmente ao alto rendimento que as aplicações financeiras oferecem em comparação com a rentabilidade esperada de investimentos produtivos, que tornam a escolha entre uma aplicação de curto prazo e o investimento relevante, já que a aplicação pode render em poucos períodos o que o investimento real levaria muito mais tempo para oferecer, mesmo que os riscos muito maiores, de todos os tipos, que cercam a aquisição de bens de capital fossem desprezados. Em qualquer circunstância, a sensibilidade de investidores brasileiros a movimentos da taxa SELIC é, por exemplo, incomparavelmente maior que a de investidores norte-

---

<sup>11</sup> A perplexidade com a aparente ausência de canais de transmissão de política monetária no Brasil é manifestada em Kregel (2004).

americanos à taxa sobre fundos federais, de que se vale o *Federal Reserve Board* para operar sua política monetária.

As peculiaridades da economia brasileira não se resumem às elevadas incertezas com relação ao futuro mais distante. É provável que as distorções acumuladas da economia brasileira tenham criado um quadro também peculiar no que diz respeito aos canais de crédito. Por um lado, a excepcional rentabilidade da aplicação em títulos públicos, em simultâneo à sua alta liquidez, tem servido para sustentar a rentabilidade do setor bancário brasileiro em patamar bastante elevado. Com isso, o setor bancário tem podido se dar ao luxo de escolher os termos em que oferece crédito a tomadores privados, acostumados de longa data a um contexto de racionamento.<sup>12</sup> A “franja de tomadores insatisfeitos”, na expressão de Keynes, no Brasil sempre foi extremamente elevada. Muitos desses tomadores são pouco sensíveis a variações moderadas de taxas 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. Se aumentos da taxa de juros têm de ser relativamente agudos para que se possa ter o impacto desejado pelo canal de crédito, o efeito dessa política sobre investimentos pelo canal de portfólio pode ser letal.

Este quadro perverso tende a se agravar quando fatores conjunturais agem para reduzir ainda mais a eficácia da política monetária, como tem sido o caso no Brasil em que choques de custos têm sido os principais, e mais persistentes, geradores de pressões inflacionárias.<sup>13</sup> Mesmo defensores do regime de metas inflacionárias sugerem que inflações de custos não são eficazmente combatidas pela política de juros.<sup>14</sup> Usar política monetária nesses casos implica contração econômica, porque é esta última que, em tese, força os vendedores a recuar nos aumentos desejados de preços. Mas com aumentos de custos, o vendedor não apenas resiste mais à pressão de demanda, como também, caso derrotado, tende a reduzir sua escala de produção, pelo menor incentivo a produzir. Na realidade, a política monetária não tem praticamente qualquer efeito sobre os preços desses bens, limitando-se a fazer cair os preços de outros bens até que o nível *médio* de preços alcance o ponto desejado pela autoridade monetária.<sup>15</sup>

---

<sup>12</sup> A reduzida competição em um sistema financeiro dominado por bancos contribui para o mesmo resultado, já que não há pressões significativas para o atendimento das demandas de segmentos de tomadores privados.

<sup>13</sup> Estes choques de custos são particularmente perversos quando aliados à sobrevivência da indexação de contratos no caso de tarifas sobre serviços públicos oferecidos por empresas de setores privatizados nos anos 1990. Embora a privatização em si não tenha sido necessariamente uma decisão inadequada, as garantias que foram oferecidas a compradores potenciais, incluindo-se a indexação de contratos ao dólar americano ou a índices de preços por atacado, acabaram por agravar os problemas recentes da economia brasileira e por criar dificuldades em um ambiente no qual apenas a política monetária é utilizada para controlar a inflação.

<sup>14</sup> Veja-se, por exemplo, Clarida et al (1999).

<sup>15</sup> Os impactos contracionistas da política monetária restritiva também podem se dar no contexto da curva de Phillips, no caso de inflação de demanda. Veja-se, por exemplo, Ball (1994) e Carvalho (2004) e a discussão desse texto no mesmo número da revista *Econômica*.

Mais genericamente, na perspectiva da economia de Keynes, não é surpreendente que tais problemas ocorram porque tradicionalmente a teoria monetária ignora a distinção entre circulação financeira e circulação industrial, sendo incapaz de explicar o impacto da política monetária sobre os mercados de ativos. Esta distinção (para a qual Keynes chamava a atenção já em 1930!) tornou-se impossível de se desprezar na década de 1990, nos Estados Unidos, por exemplo, onde a política monetária afetou a tal ponto o preço de ativos financeiros (muito mais, aliás, que preços de bens e serviços) que defensores do regime de metas inflacionárias passaram a questionar se bancos centrais não deveriam ter metas também para uma até então ignorada “inflação de ativos”.<sup>16</sup> Estes mesmos economistas, no entanto, não foram capazes de ir além dessa percepção tardia, deixando de explorar as implicações do fato para a hipótese de não-neutralidade da moeda no longo período.

O regime de metas inflacionárias se apóia na proposição de que o impacto real da política monetária é efêmero, na melhor das hipóteses. Como argumentado aqui, isto é um erro, decorrente da visão limitada que se tem da moeda apenas como meio de pagamento e da política monetária como um simples regulador da quantidade de moeda em circulação. No caso brasileiro, dadas as peculiaridades do contexto institucional gerado por três décadas de alta inflação às quais se seguiram década e meia de vulnerabilidade externa, os impactos reais da política monetária sobre a decisão de investir são ainda mais evidentes, assim como é também evidente o papel da circulação financeira nesse processo. O quadro é ainda agravado pela abertura da conta de capitais, que fez com que, como ocorre em qualquer lugar, a política de juros se tornasse também um importante determinante do comportamento da taxa de câmbio. Também nesse aspecto a política adotada no país tem sido perversa do ponto de vista do nível de atividade e dos investimentos reais, pondo em risco o único setor a apresentar crescimento consistente e seguro nos últimos anos.<sup>17</sup>

## 5. CONCLUSÕES

A principal moral da história apresentada aqui é que política monetária não deve ser feita com vistas apenas à regulação das variáveis “nominais” da economia. Além disso, a consideração dos impactos reais da política monetária deve ser ampla e rigorosa, e não apenas uma qualificação *a posteriori* para amenizar conseqüências de decisões já tomadas sem considerá-los.

A política monetária, como as outras políticas de administração de demanda agregada, afeta tanto os níveis de preços quanto o nível de atividade e a taxa

---

<sup>16</sup> Veja-se, por exemplo, Kregel (2004).

<sup>17</sup> Em contraste, por exemplo, com o crescimento do consumo de duráveis, baseado no crescimento do endividamento de famílias junto ao setor bancário, mais do que na expansão da renda dessas famílias.

de crescimento da economia (ao afetar a decisão de investir). Pelas razões apresentadas, é provável que a política monetária seja mais importante para influenciar o crescimento da economia que a política fiscal.<sup>18</sup> Por isso, uma primeira conclusão importante é a de que *a política monetária é uma política de governo, a ser decidida juntamente com as outras políticas de governo*. O Banco Central não é um poder à parte, nem é capaz de isolar sua área de influência das outras áreas da economia. Deste modo, não se justifica a independência do Banco Central, nem mesmo nas suas formas mais atenuadas que consistem em dar ao Banco Central poder para determinar livremente a taxa de juros com vistas a alcançar uma meta de inflação fixada pelo governo. *É exatamente a determinação da taxa de juros que é o fulcro da questão*. A fixação da taxa de juros não é uma questão puramente técnica, porque ela envolve *tradeoffs* entre objetivos, como a estabilidade de preços e a aceleração do crescimento. Fomentar inflação não estimula crescimento, mas elevar juros para conter pressões inflacionárias por certo o estrangula.

Pressões inflacionárias resultam seja de pressões de custos, seja de excesso de demanda agregada. No caso das primeiras, se há políticas que possam combatê-las, apesar de todas as suas limitações (que são grosseiramente exageradas na literatura corrente), é a política de rendas que tem chances de eficácia. Das políticas de rendas automáticas acopladas ao sistema de impostos (como as *tax-based incomes policies*, TIP) às negociações amplas de preços e salários, como no antigo modelo escandinavo, ou na negociação política na Itália no início dos anos 90,<sup>19</sup> são as formas de combate a pressões de custo que envolvem o menor custo real possível. No caso de excesso de demanda agregada, a política fiscal pode assumir maiores responsabilidades, desde que, naturalmente, a caótica estrutura fiscal prevaiente no momento seja enfim racionalizada. O uso da taxa de juros, em qualquer circunstância, deve ser parcimonioso, mantendo-a dentro de certos intervalos limitados, centrados em níveis muito inferiores aos correntes no Brasil desde o Plano Real. Certamente, a conjugação de taxa de juros elevada e volátil com câmbio valorizado (para atenuar pressões de custo) praticada no Brasil é a mais destrutiva das combinações, equivalente a conter pressões inflacionárias correntes com uma bomba-relógio datada para um futuro incerto.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BALL, L. "What determines the sacrifice ratio?", em N.G. Mankiw (org.), *Monetary Policy*, Chicago: The University of Chicago Press, 1994.

---

<sup>18</sup> Já nos anos 1950, Richard Kahn chamava a atenção para os resultados perversos de uma política macroeconômica que expandia o produto através de gastos públicos, mas contraía esse produto pela elevação dos juros. Kahn argumentava que, pelo multiplicador, a expansão dos gastos públicos incentivava o consumo, mas a alta de juros reprimia o investimento, numa combinação perversa a longo prazo. Veja-se Kahn (1972).

<sup>19</sup> As políticas de rendas aplicadas na Itália nos anos 1990 são descritas por Modigliani (2001).

- BRESSER-PEREIRA, L.C. e NAKANO, Y. “Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade”, *Revista de Economia Política*, 22 (3), julho/setembro de 2002.
- CARVALHO, F.J.C. “On banks’ liquidity preference”, em P. Davidson e J. Kregel (orgs.), *Full Employment and Price Stability in a Global Economy*, Cheltenham: Edward Elgar, 1999.
- \_\_\_\_\_. “Teoria e política monetárias: uma visão pessoal sobre uma relação difícil”, *Econômica*, 6 (2), dezembro de 2004.
- \_\_\_\_\_. *Mr Keynes and the Post Keynesians*, Aldershot: Edward Elgar, 1992.
- CLARIDA, R.; GALL, J.; GERTLER, M. “The science of monetary policy: a new Keynesian perspective”, *Journal of Economic Literature*, 37 (4), dezembro de 1999.
- DAVIDSON, P. *Post Keynesian Macroeconomic Theory*, Aldershot: Edward Elgar, 1994.
- FRIEDMAN, M. “A theoretical framework for monetary analysis”, 1970, republicado em A.A. Walters (org), *Money and Banking*, Harmondsworth: Penguin, 1973.
- KAHN, R. “Memorandum of evidence submitted to the Radcliffe Committee (1958)”, em R.F. Kahn, *Selected Essays on Employment and Growth*, Cambridge: Cambridge University Press, 1972.
- KEYNES, J.M. *A Treatise on Money, vol. 1: The Pure Theory of Money*, em *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. 5, Londres: Macmillan, 1971.
- KREGEL, J. “Markets and institutions as features of a capitalistic production system”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 3 (1), outono de 1980.
- \_\_\_\_\_. “Monetary policy, monetary theory and financial structure”, *Econômica*, 6 (2) dezembro de 2004.
- LUCAS Jr, R. “Tobin and monetarism: a review article”, *Journal of Economic Literature*, 19 (2), junho de 1981.
- MINSKY, H. “Money, financial markets, and the coherence of a market economy”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 3 (1), outono de 1980.
- \_\_\_\_\_. *Can ‘It’ Happen Again?*, Armonk: M.E. Sharpe, 1982.
- MODIGLIANI, F. *Adventures of an Economist*, Nova York: Texere, 2001.