



# **Mecanismo de Transmissão Monetário: *Interação e Iteração***

Canais de transmissão

Idéia-chave heterodoxa

Decisões fundamentais

<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/>

# 1. Metodologia: interação e iteração.

**Mecanismo de Transmissão dos Instrumentos de Política Monetária.**

**Tipos de mecanismo de transmissão.**

**Assimetria na *efetivação* da política monetária.**

**Canais de transmissão da política monetária.**

**Instrumentos utilizados de política monetária.**

**2. Decisões governamentais.**

**3. Decisões de crédito.**

**4. Decisões de fixar preços.**

**5. Decisões de manutenção de estoques.**

**6. Decisões de produção.**

**7. Decisões de gastos.**

**8. Decisões de investimento.**

**9. Decisões dos trabalhadores.**

# Análises das relações entre fatores *monetários* e *reais*

- Análises das relações entre fatores *monetários* e *reais*:
  1. enfoca as influências do setor *real* no *monetário*, através da *endogeneidade da oferta de moeda*.
  2. destaca as influências dos fatores *monetários* nos fenômenos *reais*, através da análise do *mecanismo de transmissão dos efeitos monetários*.

# Tipos de mecanismo de transmissão direto

- **Mecanismo de transmissão direto:**  
variações da *oferta de moeda* determinam *diretamente* variações no *gasto*.
- **Keynesianismo versus monetarismo:**  
o *efeito saldo real* (impulsão para o gasto devido ao excesso do estoque nominal de moeda) é contraposto pela *preferência pela liquidez* (diferimento do gasto com retenção da moeda), que implica a falsidade da Lei de Say.

# Tipos de mecanismo de transmissão indireto

- **Mecanismo de transmissão indireto:** variações da **oferta de moeda** geram, antes de tudo, variações na **taxa de juros**, e apenas por esta *via indireta* conseguem eventualmente influenciar a **demanda agregada**.
- **Expansões monetárias** não exercem uma grande influência sobre as **taxas de juros de longo prazo**.
- **Variações da oferta da moeda e taxa de juros não constituem um estímulo suficiente para investir:** as *expansões monetárias* podem ser quase inteiramente absorvidas por *variações opostas na velocidade de circulação da moeda*, sem influências relevantes nas *variáveis reais*.



# Assimetria na *efetivação* da política monetária

- Se é verdade que a **expansão monetária** tem *escassos efeitos positivos* sobre as variáveis reais, a **contração na oferta de moeda efetivamente em circulação**, ou sua *expansão insuficiente*, perante aumentos da renda e/ou do nível de preços, tem *efeito real negativo*, ao não sancioná-los.
- Não é tanto o inevitável aumento da taxa de juros, no **mercado de capitais**, mas sobretudo a *carência de finance* necessário para o financiamento dos gastos programados, no **mercado de crédito**, e o *não sancionamento das vendas* ao nível dos *mark-ups* desejados, no **mercado de bens**, que constituem **obstáculos** na expansão do sistema.

# Contração monetária

- Em curto prazo, 1. se a **quantidade de moeda** que *efetivamente* entra em circulação *ativa* é insuficiente em relação às **necessidades de vendas** dos produtores, e 2. se os agentes econômicos não estão dispostos a (a) aumentar a **velocidade de circulação da moeda** ou (b) criar **substitutos adequados da moeda**, *a economia retrocede para níveis mais baixos de produção, emprego e renda*

=> **decisões de produção**, *em curto prazo* (com elevados estoques não-desejados), e **decisões de investimento**, *em longo prazo* (com capacidade ociosa não-planejada), são adiadas.

# Efeitos dos juros

- *A não-validação pela moeda das decisões ex-ante de produção e de investimento, em conformidade com as necessidades reais da indústria e do comércio, ocorre concomitantemente com a elevação da taxa de juros.*
- *Caso preços crescentes não sejam sancionados (através de decisões de gastos validadas por moeda), provavelmente, vigoram simultaneamente taxas de juros também crescentes, que estimulam as aplicações financeiras e não os gastos.*





# Canal da taxa de juros

- **Política monetária restritiva** aumentaria a **taxa de juros nominal** no curto prazo.
- Com *expectativas racionais* e *preços e salários rígidos*, no curto prazo, a **taxa de juros real de curto prazo** também se elevaria, aumentando as *expectativas* quanto ao **nível futuro da taxa de juros**, devido à *antecipação* das ações do governo, realizada pelos agentes.
- Este aumento na **taxa de juros de longo prazo** faria declinar
  1. o *investimento* das empresas,
  2. a *construção* de residências e
  3. o *consumo* de bens duráveis,ocasionando, assim, *queda no produto*.

# Canal da taxa de câmbio

- Quando a **taxa de juros doméstica** diminui, por conta do *aumento da quantidade de moeda*, as aplicações realizadas em **ativos denominados em moeda doméstica** tornar-se-iam menos atrativas que as aplicações em **ativos denominados em moeda estrangeira**.
- No **caso de regime de câmbio flutuante**, a busca por *aplicações no exterior* provocaria uma **depreciação da moeda nacional**, que impulsionaria as *exportações líquidas*, aumentando o *dispêndio com bens domésticos*, provocando um **efeito multiplicador da renda e do produto**.

# Canal dos preços de ativos

- **$q$  de Tobin** = *preço de mercado / custo de reposição*: se  **$q > 1$**  => **investimento**.
- *Aumento da oferta de moeda* reduziria a **taxa de juros sobre os títulos da dívida**, de forma que haveria *queda dos seus rendimentos* face ao das **ações**.
- Com aumento da demanda por **ações**, sobem suas *cotações*, elevando o  **$q$  de Tobin**, o **investimento** e o **produto**.

# ***Efeito riqueza***

- Parte significativa do **patrimônio do consumidor** fica sob forma de **riqueza financeira**, sendo composta, em grande parte, por *ações*.
- **Mudanças na riqueza** podem ser a principal causa para provocar **alteração no consumo**.
- **Política monetária expansionista** elevaria as *cotações* e, daí, a **riqueza financeira** dos agentes, provocando *efeito expansivo sobre o consumo*, e, por conseguinte, *aumento multiplicado na renda e no produto*.

# Canal do crédito

- Os **bancos**, para poderem *oferecer crédito*, teriam que *captar recursos*; essa **captação** dependeria, diretamente, do *volume de moeda em circulação*; quanto maior esse, maior seria então a *disponibilidade de crédito*.
- Esses **empréstimos** seriam direcionados para tomadores que iriam *realizar investimento ou consumo*, aumentando, com isso, o **produto**.
- Seja pelo menor **custo de endividamento** (inclusive em termos reais), seja pelo menor **custo de oportunidade**, melhoraria a *posição financeira da empresa*, diminuindo o *acionamento de crédito* que os bancos estabelecem.



# Previsões econômicas

- **Previsões econômicas** =  $f$ ( suposição de que o *insumo aproximadamente exato* – a quantidade de moeda – dá o *resultado aproximadamente exato* – o nível geral de preços )  
=> **processamento** = “caixa preta”.
- **Modelos Quantitativistas** => pretendem transformar a *medição da condição inicial* – a oferta de moeda – em *simulação de tendências futuras* – o nível de atividades e de preços.
- **Sistema dinâmico complexo** como o capitalista *nunca se encontra em estado estacionário*; tem *pontos de instabilidade* que modificam a *cadeia de acontecimentos*; ele quase se repete, mas nunca exatamente:  
=> *comportamento de maneira não-periódica*  
=> incapacidade dos economistas de prevê-lo  
=  $f$ ( elo entre *aperiodicidade* e *imprevisibilidade* ).

# Teoria das decisões interdependentes

- **Metodologia:** adoção de modo de análise do **mecanismo de transmissão monetário** via *teoria das decisões descentralizadas, descoordenadas, desinformadas, mas interdependentes*.
- A aspiração é descrever **trajetórias dinâmicas** – e não de determinar *níveis em torno de centro de gravitação* – das variáveis econômicas.
- **Repudia a noção de equilíbrio:** estado no qual todos *planos* dos agentes são *consistentes* entre si, com a base de recursos naturais, e não sofrem *desapontamentos*.

# **Interação e Iteração**

- **Interação:** ação *mútua* entre agentes.
- **Iteração:** repetição de operações em *novos contextos* resultantes de *interações prévias*.
- A **condição monetária inicial** *não se repete*.
- A **trajetória** – dinâmica e caótica – *não pode ser prevista*.



# Validação Monetária

- **Moeda sanciona *ex-post* – não causa**  
– decisões *ex-ante*
  1. de fixação de *preços* ,
  2. de formação de *estoques*,
  3. de *produção*,
  4. de *gasto*,
  5. de *aplicação*.
- As decisões *planejadas* demandam *liquidez a posteriori* para serem *efetivadas*.
- Decisões *de outros agentes* podem não sancionar decisões *particulares*.



# Decisões governamentais

- **As variações na oferta de moeda**, quer *politicamente induzidas*, quer *criadas pelo sistema bancário*, não podem *estimular*, mas *variam a composição* do gasto.
- **O canal através do qual a política monetária é transmitida** depende, crucialmente, da *maneira pela qual é conduzida*.
- **O financiamento do governo**, seja *por lançamento de títulos da dívida pública*, seja *por emissão monetária*, afeta a **distribuição mercantil do gastos**, com implicações para a *estrutura de preços relativos*.

# Modo de introdução da nova moeda na economia

- O *mecanismo de transmissão* depende do **modo de introdução da nova moeda na economia.**
- **Dois tipos de política monetária** impõem *diferentes trajetórias*:
  1. As **aquisições de *open market*** têm seu principal *efeito sobre o custo de emissão de novos títulos, ações e/ou debêntures*;
  2. O **déficit governamental financiado por emissão monetária** tem *efeito direto sobre as vendas*.
- *Preços, produto, emprego, e decisões de investimento* são afetados por essa **diferença.**

# Entradas de moeda

- Quando o ***déficit fiscal*** for dirigido, principalmente, para as *rendas assalariadas*, o crescimento na demanda será percebido, inicialmente, na **indústria de bens de consumo**.
- No **caso das operações de open market**, variando o custo do *funding*, será o **investimento** o primeiro a ser atingido.
- Os *próximos passos* dependerão das **expectativas das firmas**, sendo a **reação** através de *variações* ou nas *quantidades* ou nos *preços*.



# Decisão de crédito

- A **decisão de empréstimo** efetiva-se como resultado do confronto entre:
  1. o **risco do credor** quanto à *insuficiência da margem de garantia* (variável ao longo do ciclo econômico); e
  2. o **risco do devedor** quanto à *rentabilidade esperada*.
- É decisiva a **aversão ao risco** tanto do *emprestador* quanto do *tomador*, que o avalia pela *variação da relação fundos externos / fundos internos*, segundo o **princípio do risco crescente**.
- A **inversão do ciclo expansivo** pode ocorrer ou por *problema de estoque de dívida e saldos* (fundos de terceiros / fundos próprios) ou por *problema de fluxos de caixa* (serviço da dívida / receitas obtidas)<sub>21</sub>

# Reversão de expectativas

- Em certas conjunturas, há **reversão de expectativas**, com mudança da *avaliação convencional ou subjetiva*.
- Aumenta a *dúvida quanto à capacidade de honrar-se o débito* face ao aumento da **fragilidade financeira**, que indica o *grau de prudência no endividamento*.
- A estratégia passa a ser a **diminuição do grau de alavancagem financeira**, ou seja, da medida em que *o endividamento financia operações ativas das empresas, que elevam a taxa de retorno sobre o capital próprio*.
- A **alavancagem financeira é positiva** quando, com o *uso de capitais de terceiros*, obtém-se *benefício superior aos custos impostos pelo seu uso*.



# Decisão de fixação de preços

- A **alta dos preços** deve ser considerada como a *causa* e o **crescimento da oferta de moeda** como o *efeito*.
- É necessária **teoria "não estritamente monetária" dos preços**, explicando o movimento destes a partir de **decisões microeconômicas descoordenadas**.
- O **mark-up desejado ex-ante** só é *efetivado* se o vendedor encontra comprador com dinheiro, disposto a adquirir o bem ao *preço oferecido*.
- É necessário a **validação monetária** para que os *aumentos relativos de preços*, decididos por oligopólios, *se efetivem nominalmente ex-post*.

# Processo de ajuste dos preços

- Deve-se distinguir entre *duas classes de ação*, que são **o fundamento do processo dos preços**:
  1. ações mediante as quais os *bens são oferecidos a dados preços* pelos vendedores aos compradores;
  2. ações pelas quais essas ofertas são *aceitas pela outra parte*, com *freqüência* em uma extensão maior ou menor que a *esperada* pelos ofertantes.
- Os desvios entre as transações *previstas* e aquelas de fato *efetivadas*, devido ao excesso ou à carência da demanda prevista pelos vendedores ao fixarem seus preços anteriores, influenciam nas **decisões dos vendedores variarem seus preços**, de um período ao seguinte, se a *freqüência de vendas* não estiver de acordo com as previsões dos vendedores.





# Decisão de manutenção de estoques

- A quantidade de bens vendidos se ajusta aos preços por meio de **variações no volume de estoques**, característica do *método do fix price*.
- A **fixação dos preços** não implica que eles nunca podem variar, só que *não variam necessariamente* ao haver desequilíbrio entre demanda e oferta de bens e serviços.
- Na prática, o fato de que haja **estoques** tem muito que ver com a **possibilidade de manter fixos os preços**: quando a *demanda excede a produção*, **se há estoques** que podem compensar essa deficiência, *o preço não tem por que aumentar*, **se não há estoques**, *é difícil supor os preços rígidos*.
- Suposição dos **preços fixos** é mais difícil no caso dos bens *perecíveis* (não armazenáveis) que no dos *estocáveis*. 25

# Princípio de ajuste de estoques

- Há uma *faixa* dentro da qual o **nível de estoque** é "*confortável*", de modo que não parece haver necessidade de *medidas especiais para corrigi-lo*.
- Só haverá **reação** se o *nível efetivo* sair fora dessa *faixa*.
- A **demand**a por reposição dos estoques é regida por:
  1. a taxa de *vendas esperadas*;
  2. a diferença entre *estoque efetivo* e o *desejado*.



# Decisão de produção versus estado de estoques

- Não se pode esperar *ajuste exato* do **nível dos estoques**, seguramente, se cometerão **erros**.
- No **caso dos bens armazenáveis**, os erros comprometerão o futuro, permanecendo *uma faixa invendável àqueles preços não sancionados por moeda*.
- Com os juros elevados, aumenta o **custo oportunidade de reter estoques**: em vez de pagar juros sobre capitais de terceiros – no caso de endividamento, para sustentar os preços e os estoques –, torna-se mais interessante *vender com "preços promocionais"*, recebendo dinheiro para *auto-financiar* ou *ganhar aplicando em juros*.

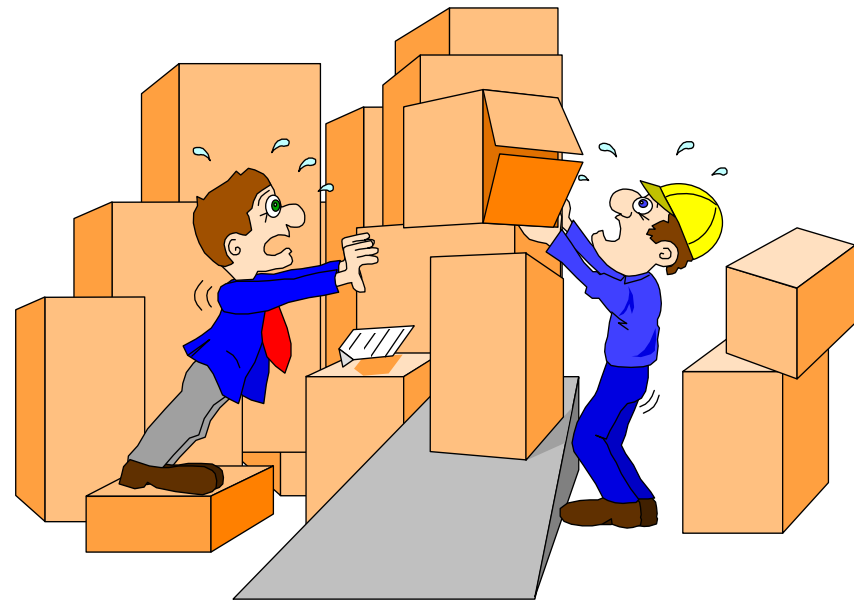
# Decisão de produção versus estado de estoques

- No **caso dos bens *perecíveis***, *excesso da produção sobre a demanda* (expressa em moeda para efetivar compra) *não pode se acumular em estoques*; simplesmente se desperdiça.
- Assim como esse é **sinal para reduzir a produção**, *excesso de demanda monetária sobre a produção* provocará o mesmo tipo de **sinal para aumentá-la**.



# Decisões de gastos

- **Desapontamentos** não se devem à *escassez macroeconômica de moeda*, mas sim à *pré-condição da circulação ativa da moeda: as decisões de gastos.*



# Venda não realizada

- A **não realização da venda** acontece quando a *decisão de fixar preços* não é efetivada pela *decisão de gastar*.
- Se ambos agentes econômicos (vendedores e compradores) decidem *efetivar* a transação de compra-e-venda, *não será o estoque nominal de moeda existente que não a sancionará*.
- Dependendo dos *termos da negociação* – venda a prazo pelo fornecedor, crédito ao consumidor pelas financeiras, desconto e/ou empréstimo de capital de giro pelos bancos comerciais, etc. –, **a moeda creditícia se expande**.
- **Decisivos para a contratação de crédito por pessoa física são fatores como:** *necessidades básicas* de consumo, *motivo precaução* (segurança no emprego), *custo de oportunidade* do capital próprio, *restrição cadastral*, e *prazo* (comprometimento da renda mensal com prestações).

# Efeitos defasados

- A **capacidade das autoridades monetárias** restringirem o crescimento de empréstimos às empresas não-financeiras (pessoas jurídicas), indiretamente, variando a taxa de juros de curto prazo, é *limitada*:
  1. No **período de mercado**, principalmente em situação de *excesso involuntário de estoques*, demanda de crédito aparece como insensível às variações dos custos de juros;
  2. No **período de produção**, tal processo, cumulativamente, reverte expectativas, leva (a) à *suspensão de decisões de produção* e (b) à *adoção de férias coletivas*;
  3. No longo prazo, **período de investimento**, *aumento da capacidade ociosa provoca adiamento de decisões de investimento*, recessão e desemprego.



# Decisão de investimento

- A **explicação alternativa para o desemprego**, além da explicação em termos de **déficit da demanda agregada** (devido à *preferência pela liquidez*), é a adoção da explicação em termos de **déficit de oferta agregada** (*capacidade produtiva*).
- Mesmo que a moeda não seja *entesourada*, não é de se supor que em economia de mercado, cujas **decisões de investir** são tomadas por empresários, *descoordenadamente*, se possa caminhar sempre para o **pleno emprego da oferta de mão-de-obra existente**.
- A **moeda entesourada** é *efeito simultâneo*, não *causa antecedente* do **diferimento de gastos**.



# Nível de emprego

- Em economia de mercado descentralizada, o **nível de emprego** depende não do *alojamento monetário*, mas simplesmente dos *impulsos dos investidores*.
- Nesta ótica, os **determinantes das decisões de investir** são articulados a:
  1. a capacidade de *autofinanciamento*,
  2. as expectativas de *lucros*,
  3. o grau de utilização da *capacidade produtiva*,
  4. as *inovações tecnológicas*, entre outros fatores de desenvolvimento.
- As *modificações na oferta de moeda* não são consideradas como *co-determinantes* fundamentais dessas decisões.



# Decisões dos trabalhadores

- **Modelo kaleckiano:** *“os trabalhadores não fazem poupança, o consumo será então igual à sua renda: assim, gastam o que ganham, enquanto os capitalistas ganham o que gastam”.*
- **Modelo keynesiano:** *a âncora da moeda é o salário monetário, pois o valor da moeda está ancorado no nível geral de preços e este, em termos absolutos, é dado pelo peso do salário nominal agregado.*
- Por ser o elemento de *custo*, cujas variações afetam, diretamente, todos os custos, e por explicar a maior parte do *poder de compra*, a **variação no salário nominal** provocará mudanças nos *custos* e na *função demanda dos consumidores*, e então em *diversos preços* e no *nível geral de preços*.

# Culpa da inflação

- O *salário nominal* é considerado *variável exógena*, no **modelo keynesiano**, porque é estabelecido não por via de “*forças de mercado*” e sim nas “*mesas de negociação*” ou por *decreto governamental*.
- Sua **rigidez à baixa** (em termos nominais) implica que qualquer *alteração de preços relativos* transforma-se em *alta do nível geral de preços*.
- “**A expansão do custo não é causa de inflação**”, porque sem aumento do poder aquisitivo e da demanda, o aumento do custo levaria ao desemprego e à recessão, e não à inflação.
- Sem a *oferta de moeda* sancionar, não há aumento contínuo de preços, devido ao *risco de perda de mercado*, logo, a “**culpa**” da inflação é colocada pelos ortodoxos na **falta do “freio” monetário**.





**fercos@eco.unicamp.br**

**[http://fernandonogueiracosta.  
wordpress.com/](http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/)**