

PARTE V

POLÍTICA MONETÁRIA

CAPÍTULO 9

CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

“Um presidente, acusado de ter praticado política monetária equivocada, queixava-se de que precisava de economista ‘de um lado só’. Lastimava que certo assessor econômico lhe expunha com precisão, clareza e plena convicção a conjuntura problemática e como sair dela. Quando ele já estava convencido, esse economista acrescentava: - ‘Por outro lado...’ e desenvolvia uma série de argumentos tão precisos, tão claros e tão convincentes como os anteriores, mas que conduziam à conclusão oposta!”

9.1. Introdução

“Política monetária é como mola, serve para puxar, mas para impulsionar não é de grande valia”.

“Política monetária é como corda: você laça o touro, mas se ele se volta contra você, ela não serve para retrocedê-lo”.

“Controlar a economia com a política monetária é o mesmo que segurar um tigre por seu rabo”.

“Enxugar a liquidez da economia é o mesmo que enxugar gelo”.

“Você pode levar o cavalo à fonte, mas não pode obrigá-lo a beber, assim como pode dar liquidez à economia, mas não consegue expandi-la”.

O que há de comum entre essas metáforas? Todas tratam do papel assimétrico exercido pela política monetária e creditícia, no controle e na criação de liquidez, para o sistema econômico. Essa política, no sentido *contracionista*, sem dúvida, tem o significado de contrair a liquidez real, se, efetivamente, limita a capacidade de criação de poder de compra *ex-nihilo* pelos bancos. Mas a política monetária e creditícia *expansionista* pode não expandir a liquidez do sistema, se não forem acompanhadas de decisões de gastos dos agentes econômicos.

O debate entre os economistas monetaristas e os keynesianos a respeito do poder da política monetária é inconclusivo. A metáfora atinge o máximo de eficiência retórica no início do debate ou na apresentação de certas proposições originais, sendo usada como *instrumento de pensamento*, mas, no decorrer da controvérsia, ela não deve ser *recurso de exposição*. Dentro das regras da retórica, o abuso de metáforas pode ser arma voltada contra si. Portanto, devemos seguir com *uma abordagem pluralista* ao examinar os argumentos de ambas correntes de pensamento econômico a respeito da política monetária: se ela é *instrumento de destruição* tão poderoso que seu uso deve ser limitado ou se é *meio de alavancagem* tão frágil que a “tese do dinheiro barato” deve ser descartada.

Vamos, neste capítulo, num nível um pouco mais abstrato do que o tratamento a ser dado nos capítulos posteriores, apresentar a polêmica sobre a melhor condução da política monetária. Ela deve se pautar pelo *controle geral da oferta de moeda*, como *regra* para o comportamento das autoridades monetárias, ou pela adoção de *política monetário-creditícia discricionária*, fruto do *arbítrio* da direção do banco central?

No caso da adoção do *controle geral da oferta de moeda como regra*, vamos, inicialmente, apresentar a crítica de Friedman à hegemonia da política econômica keynesiana através de seus critérios de avaliação da política monetária. Examinaremos os limites da política monetária discricionária de ativismo da demanda e o que a política monetária pode fazer, segundo os monetaristas. Em seguida, veremos o seu programa para a estabilidade monetária: determinada regra estável para o crescimento da oferta de moeda.

Tratando da *política monetário-creditícia discricionária*, apresentaremos os limites da política monetária através de regra, segundo a visão keynesiana, e a proposta de sua alternativa: a adoção de política monetária *acomodacionista* e política financeira *discricionária*. Na realidade, os pós-keynesianos advogam a necessidade de política econômica abrangente.

Examinaremos, também, a abordagem novo-clássica defensora da condução de política monetária com credibilidade.

Correlacionado com esse debate, está a discussão a respeito dos limites da atuação do Banco Central. Para examiná-los, vamos apresentar as funções correntes dessa autoridade monetária, discutir qual é sua função prioritária (emprestador em última instância ou controlador da inflação) e, brevemente, nos posicionar em relação à questão da sua independência.

9.2. Controle geral da oferta de moeda como *regra*

O discurso de Friedman, pronunciado no 8º Encontro Anual da *American Economic Association*, em Washington, DC, 29 de dezembro de 1967, tornou-se obra clássica na história do pensamento econômico¹. Nele, ele critica a hegemonia da política econômica keynesiana. Temos de considerar o contexto da exposição sobre o papel da política monetária por Friedman, em que, de fato, havia hegemonia intelectual dos seguidores dessa política, na equipe econômica do governo norte-americano. A primazia era a promoção do pleno emprego. A prevenção da inflação era um objetivo secundário.

Friedman, nesse discurso, destaca os limites da política monetária discricionária de ativismo da demanda. Argumenta que a autoridade monetária não pode usar seu controle sobre *quantidades nominais*, para fixar, em nível predeterminado *a priori*, qualquer *quantidade real*: a taxa de juros real, a taxa de desemprego, o nível da renda nacional real, e/ou a quantidade de moeda real.

¹ FRIEDMAN, Milton (1968). O Papel da Política Monetária. in CARNEIRO, R. (org.). Os clássicos

Não nega a evidência empírica que a política monetária pode e deve ter efeitos importantes sobre essas magnitudes reais. No curto prazo, a política keynesiana de ativismo da demanda provoca algum impacto sobre o emprego e o produto real, a moeda sendo então "não-neutra". Entretanto, ela se neutraliza, no longo prazo, isto é, dado o tempo necessário para os agentes se informarem perfeitamente com os sinais de mercado. Assim, as variações da demanda agregada acabam sendo absorvidas somente por variações no nível geral dos preços.

O *efeito real* da política monetária expansionista ocorre, segundo Friedman, somente enquanto houver "**ilusão monetária**". Esta ocorre devido às imperfeições no canal de informações que possibilitam enganos quanto ao futuro. Há defasagem de percepção entre os agentes econômicos sobre as variações de *preços relativos* e as do *nível geral de preços*, e também sobre as variações *nominais* e as *reais*.

Na realidade, a prevalência de longos hiatos temporais na resposta do gasto e dos preços às variações na oferta de moeda, e, em menor extensão, na resposta dos condutores da política monetária às mudanças na economia, tende a converter os *esforços discricionários estabilizadores* em *desestabilizantes*. As defasagens das medidas monetárias podem constituir-se em fator desestabilizador da economia, que já teria se alterado, quando começam a surtir efeitos.

As **principais defasagens** apontadas são:

1. **Defasagens de reconhecimento:** de percepção e interpretação, considerando o tempo que ocorre entre a coleta de dados e a capacidade de analisá-los;
2. **Defasagens administrativas:** de tomada de decisão, em que leva em conta o grau de centralização e considerações extra-econômicas;
3. **Defasagens de implementação:** o tempo necessário para implementação de novas políticas, ou seja, fazer a regulamentação, a difusão e os esclarecimentos necessários;
4. **Defasagens de impacto:** de efeito macroeconômico, ou seja, o tempo necessário para que novas políticas afetem a economia através da mudança de expectativas e do ajuste de portfólios dos agentes econômicos.

Considerando essas defasagens, em reação contra o keynesianismo simplista, é elaborada a crítica à deficiência da política de "dinheiro barato". A evidência empírica, segundo Friedman, revelava que *baixas taxas de juros* eram sinal que a *política monetária estava sendo contracionista*, indicando que a quantidade de moeda estava crescendo lentamente. *Altas taxas de juros*, por sua vez, eram sinal que a *política monetária estava sendo expansionista* no sentido que a quantidade de moeda estava crescendo mais rapidamente do que o nível da produção.

A autoridade monetária poderia assegurar *baixas taxas de juros nominais*, mas, para isto, teria partir para o que pareceria ir em direção oposta, em aparente paradoxo, através de seu engajamento com *política monetária deflacionista*. Isto porque as *altas taxas de juros nominais* correspondiam à *política inflacionária*, com movimento, anterior, em direção oposta, no sentido de queda das taxas de juros.

Crítérios de avaliação da política monetária, segundo Friedman:

1. **estado do emprego:** a autoridade monetária não pode saber qual é a *taxa natural*, seja de juros, seja de desemprego, em função de sua instabilidade dinâmica. Portanto, não pode fixar a *taxa de mercado*, neste nível, e o emprego não pode ser critério para a política monetária.
2. **condições do mercado monetário:** se a autoridade monetária responder a todas variações das *taxas de mercado*, colocará em encadeamento efeitos de longo prazo, que farão o ritmo de crescimento monetário aleatório, e gerará instabilidade.
3. **taxa de juros nominal:** considerações a respeito da diferença entre as conseqüências *imediatas* e as *atrasadas* de determinada política explicam também porque as *taxas de juros nominais* são mal indicador de se a política monetária é "contracionista" ou "expansionista".
4. **taxa de câmbio:** estabelecida unilateralmente, na ausência de coordenação de políticas macroeconômicas dos principais Bancos Centrais, a taxa de câmbio é guia indesejado;
5. **taxa de inflação:** a ligação entre a ação da autoridade monetária e o nível de preços, embora ocorrendo, é *mais indireta* que a ligação entre as decisões políticas dela e qualquer dos vários agregados monetários.
6. **quantidade de moeda:** a defasagem temporal e a magnitude do efeito são muito mais favoráveis a este último indicador; logo, *a evolução de certo agregado monetário é o melhor guia para a política monetária*.

A *Currency School*, no século XIX, também alegou que as ações do Banco da Inglaterra acentuaram, mais do que aliviaram, os distúrbios econômicos. Quando esse Banco Central, finalmente, decidia aplicar políticas restritivas para colocar obstáculo à perda de ouro, que era o lastro monetário, estas ações políticas tendiam *coincidir com* e *exacerbar* os pânico financeiros e as crises de carência de liquidez que, inevitavelmente, surgiam, nos períodos seguintes aos de excesso de crédito e moeda. Assim, seus argumentos renunciaram, em mais de 100 anos, a doutrina de Friedman.

Essa análise poderia ser traduzida também, diretamente, em termos wicksellianos a respeito da discrepância entre as taxas de juros *natural* e *de mercado*. No entanto, a autoridade monetária não pode saber qual é a *taxa natural*. Esta varia de tempo em tempo. O problema básico é que sempre que a autoridade monetária acha que conhece a *taxa "natural"*, e tenta fixar a *taxa de mercado* neste nível, este não seria conduzido pela política determinada. A

taxa "de mercado" se afasta da *taxa natural* por razões outras do que não a da política monetária.

A **conclusão geral** de Friedman é: "A autoridade monetária controla quantidades nominais, diretamente, a quantidade de seu próprio passivo. Em princípio, ela pode usar deste controle para *fixar certa quantidade nominal* – o câmbio, o nível de preços, o nível nominal da renda nacional, a quantidade de moeda por uma ou outra definição – ou *fixar a taxa de variação em alguma quantidade nominal* – a taxa cambial, a taxa de inflação ou deflação, a taxa de crescimento ou declínio na renda nacional nominal, a taxa de crescimento da quantidade da moeda. *Não pode usar seu controle sobre quantidades nominais para fixar uma quantidade real* – a taxa de juros real, a taxa de desemprego, o nível da renda nacional real, a quantidade de moeda real, a taxa de crescimento real da renda nacional, ou a taxa de crescimento real da quantidade de moeda"².

A política monetária não pode fixar essas magnitudes reais em níveis predeterminados *a priori*, mas ela pode e deve ter efeitos importantes sobre estas magnitudes reais. Uma coisa não é inconsistente com a outra. A conclusão de Friedman a respeito desse ponto é: "há sempre um *trade-off* temporário entre inflação e desemprego; não é um *trade-off* permanente".

O que a política monetária pode fazer, segundo Friedman:

1. prevenir a própria moeda de ser uma fonte maior de distúrbio econômico.
2. providenciar *background* estável para a economia, em que os agentes econômicos podem se comportar com plena confiança que o nível geral dos preços procederá de maneira conhecida, no futuro, com o cumprimento de uma programação monetária.
3. contrabalançar distúrbios maiores no sistema econômico, surgidos de outras fontes, por exemplo, de déficit público, ajudando a prevenir a ameaça inflacionária com taxa de crescimento monetário mais lenta do que seria desejado para sancionar as necessidades provocadas por aumento no nível geral de preços.

Dessas suas considerações, surge o *Programa para a Estabilidade Monetária* através do estabelecimento de regra para o crescimento da oferta de moeda. A autoridade monetária guiaria a si própria por certa magnitude que pode controlar, e não por outras fora de seu controle direto, por exemplo, as taxas de juros e as taxas de desemprego correntes.

A autoridade monetária deve abster-se de abruptas oscilações na política: ela falha em não tolerar o diferimento entre as suas ações e os efeitos subsequentes sobre a economia. Ela tende a determinar suas decisões pelas condições presentes, mas elas afetarão a economia somente no futuro indeterminado: 6 ou 9 ou 20 ou 50 meses após. Devido às defasagens, muitas

² FRIEDMAN; op. cit.; p. 262. (grifos meu, F.N.C.).

vezes, sente impelida a contrair ou expandir a oferta de moeda, o que pode ser desastroso.

Portanto, a autoridade monetária deve evitar tais oscilações adotando, publicamente, a *política de atingir determinada taxa de crescimento estável em certo agregado monetário específico*. Seria melhor ter alguma taxa fixa que produzisse moderadas inflação ou deflação, desde que fossem estáveis, que passar por amplas e erráticas perturbações. Deve seguir com persistência essa meta.

A maior contribuição que a autoridade monetária poderia dar, segundo Friedman, seria através da **adoção de política monetária estável**: *não perturbar o livre funcionamento das forças de mercado*.

Os modelos monetaristas se omitem a respeito de como os *policy-makers* podem se manter impassíveis face aos distúrbios estocásticos de vários tipos, muitos não diretamente observados. Eles produzem surpresas nas variáveis observadas e deslocam o ritmo da economia do pretendido e esperado curso.

Os **distúrbios relevantes para a política monetária** tomam diferentes formas:

1. **surpresas nos componentes privados da demanda real agregada**: consumo, investimento, exportações líquidas;
2. **mudanças de portfólios**, especialmente aquelas que afetam demandas por base monetária, reservas bancárias e a demanda líquida por ativos monetários estrangeiros;
3. **choques de preços de oferta**, por exemplo, movimentos inesperados nos salários nominais, ou na produtividade do trabalho, ou nos preços das importações.

A operação da política monetária, de acordo com o credo monetarista, acaba sendo recessiva.

Os **canais de transmissão à economia dos objetivos da política monetária** são:

1. a **contração do crédito de curto prazo** impede às empresas de contratar fatores aos preços *correntes* ou *esperados*, se subsistem expectativas inflacionárias; o provocado excesso de oferta de fatores é estímulo à redução ou à manutenção de seus preços, sufocando pressões altistas.
2. a **redução do nível de atividades** força as firmas a adotarem estratégias de expansão de mercados, via promoções ou liquidações, para fazer frente aos compromissos contratados; a ação da política monetária é demorada, devido à necessidade de persuadir os agentes econômicos a mudarem suas estratégias.

As autoridades monetárias adquirem *credibilidade* com a própria manutenção da política contracionista, acima das pressões políticas para mudá-la. O equilíbrio fiscal é relevante para que elas não se vejam forçadas a acomodar déficits públicos com emissão monetária. Nessa **abordagem monetarista**, a inflação é reduzida pela diminuição do crescimento da oferta monetária: se isso causa ou não recessão depende muito da *credibilidade na mudança de regime monetário*, para que todos os agentes que fixam preços e salários ajustem seu comportamento.

9.3. Política monetário-creditícia discricionária

Há limites na política monetária que é conduzida através de *regra*. O principal obstáculo é *político*. Não se pode falar de política *tecnicamente viável* se ela não é *politicamente sustentável* a tempo de dar resultados positivos, devido à reação social, provocada por seus pesados ônus imediatos.

Alguns economistas keynesianos pensam que a recomendação convencional de política econômica para se contrapor à inflação através de medidas monetárias ou fiscais, de regulação de demanda agregada, pode, em princípio, funcionar. Porém, como a opinião pública acha que o governo detém tanto a capacidade como a responsabilidade de evitar o desemprego massivo, o ônus social desta política recessiva, normalmente, impede a sua sobrevivência política, em regime democrático.

Salta à vista **os limites da aplicação da teoria convencional da política monetária**: *política* não é *teoria*, mas sim *prática* sujeita a limitações operacionais e de interesses. É paradoxal defender uma contradição em seus próprios termos: uma *política monetária* que é *teoricamente eficaz*, mas *politicamente inviável*...

A gestão do valor da moeda implica em redirecionamento da riqueza individual. Todas as políticas de estabilização têm fortes implicações sobre a distribuição de rendas e, portanto, sem consenso social prévio a respeito das rendas relativas justas, o que depende de articulação política, todas elas, inclusive a política monetária, provocam fortes reações dos grupos prejudicados.

O problema da adoção de algum tipo de *política de rendas* é também a limitação temporal, ou seja, funcionar durante prazo longo sem agravar distorções. O controle governamental de preços e salários interfere nos processos de alocação de recursos via mercado. Por isso, combiná-lo com *política fiscal* arbitrada através da negociação política eleva as chances de sucesso, em curto prazo.

A *coordenação* é essencial em economia em que decisões de formação de preços são descentralizadas. Se o agente típico não acreditar, realmente, que o governo adotará, permanentemente, postura de combate à inflação, então todos atuarão de maneira defensiva: a prudência na determinação de preços finais não recomendaria adotar a liderança em estancar seus aumentos,

sempre que exista a possibilidade de aumento de preços de seus insumos e/ou serviços consumidos.

A saída para esse impasse é a justificativa para adoção de *política de rendas* e não coordenar somente através da contração do mercado, via *política monetária*. Aquela política indica a cada agente como os outros participantes jogarão, afastando custos elevados em jogo antagônico, sem cooperação e com informações incompletas. Isto não significa que se deve abandonar totalmente as políticas monetária e fiscal, pois a estabilidade de preços, para ser preservada, exige disciplina na demanda agregada.

A razão final para preferir ou privilegiar a *política de rendas* à *política de demanda*, ou seja, controle monetário geral que provoca recessão e desemprego ao não permitir o mercado sancionar aumentos de preços relativos, é que ela justamente pode ser calibrada com certa flexibilidade, em diferentes setores e ao longo do tempo. Pode evoluir, gradualmente, de preços *congelados* a preços *administrados*, desde que os vários preços estejam relativamente alinhados de maneira sustentável.

Portanto, *políticas de renda*, com todas suas ineficiências alocacionais, podem ser modo muito menos custoso de obter segurança sem a recessão que provoca considerável custo social, para diminuir a inflação e, principalmente, a memória inflacionária. Construindo, sobre esta base, *políticas fiscal e monetária expansionistas*, apoiadas por *política de renda* sob forma de sinalizadores ou reguladores para preços e salários, seria bem sucedida a recuperação.

Porém, vários economistas, inclusive keynesianos, tentam mostrar que a operação eficaz da política monetária é viável no combate à inflação. Pelo fato da *política monetária* persuadir os agentes pela imposição de perdas, seja de renda, seja de emprego, em princípio, os keynesianos pugnam preferencialmente pela adoção de *políticas de rendas*. Mas, se essa alternativa falha, por falta de disposição política dos atores sociais relevantes em proceder aos entendimentos necessários, não há alternativa, segundo esta visão, senão a adoção de política monetária contracionista, com seu pesado custo social, na medida em que opera pela distribuição de estímulos e penalidades.

Estes keynesianos reconhecem que, se aplicada em grau suficiente, a política monetária poderia conduzir à estabilização: a relutância deles no uso de política monetária se apóia no seu custo social e não na sua inocuidade econômica. A adoção de política monetária contracionista, segundo o argumento desses economistas, não seria razão suficiente para se classificar a condução de política econômica de monetarista ou keynesiana.

A **abordagem pós-keynesiana** pondera o poder dos Bancos Centrais em buscar *a estabilidade dos preços*. O papel primário para a política monetária é promover *a estabilidade do mercado financeiro*.

A técnica de controle monetário em si mesma pode alterar a confiança. Se, por exemplo, as autoridades monetárias retiram a facilidade de emprestador em última instância, então geram quebra na confiança nos

bancos. A confiança nos preços dos ativos requer ausência de volatilidade nas taxas de juros e nas condições gerais do crédito.

A oferta de moeda não é aquela que a autoridade monetária quiser, pois **as ações do banco central estão condicionadas:**

1. às **práticas de política monetária e cambial de países hegemônicos**, no sistema monetário mundial;
2. ao que se convencionou chamar de **globalização financeira**;
3. às **práticas financeiras nacionais**, acomodando a oferta de moeda endógena, derivada das inovações financeiras, resultantes das relações entre os bancos e os seus clientes;
4. à **interdependência das políticas macroeconômicas**, através da fixação da taxa de juros e da taxa de câmbio, de maneira complementar à política fiscal e à de rendas.

Face às dimensões internacionais das políticas monetárias, em mundo com taxas de câmbio flutuantes, passa a ser reconhecida a necessidade de coordenação das estratégias macroeconômicas e monetárias. Os pós-keynesianos alertam para a necessidade de política econômica abrangente. A coordenação via políticas de renda, em economia em que decisões de formação de preços são descentralizadas, pode ter menor custo social, para reverter a memória inflacionária.

O desempenho macroeconômico real também tem peso nas decisões de política monetária. Esta atua na acomodação ou promoção da recuperação, seja por razão política, seja razão econômica. O alto desemprego e o excesso de capacidade, permanentemente, são "prêmios de seguros" custosos, e auto-frustrantes, no longo prazo. Acaba-se com o mesmo problema de reconciliação de estabilidade de preços e prosperidade reaparecendo, só que em nível mais baixo de emprego.

As autoridades monetárias não devem, nem podem, escapar da responsabilidade por resultados macroeconômicos reais. Uma razão é *política*: bancos centrais não podem desprezar objetivos altamente valorizados pelas sociedades às quais servem. Outra razão é *econômica*: a dicotomia entre as operações políticas com fins *reais* e as com fins *nominais*, cujos instrumentos monetários são classificados como puramente nominais, não é válida teórica ou empiricamente. Isto é contrário ao que, como vimos, diz Friedman: "a política monetária não pode fixar variáveis reais como desemprego e taxas de juros reais e não deveria tentar". Se "fixar" significa procurar obter algum valor nominal imutável para sempre, ninguém deve procurar fixar; mas fixação permanente do desemprego é uma coisa, ter em conta o estado do mercado de trabalho é, completamente, outra. Tentar abaixar o desemprego em algumas circunstâncias, elevar em outras, não é fixar. Os Bancos Centrais não podem esperar por vida fácil administrando regras mecânicas, independentemente das condições econômicas vigentes e prospectivas.

O controle regulatório sobre as instituições financeiras, por exemplo, com exigências de margens de segurança, restrições às inovações financeiras, obrigações de carteiras de empréstimos, reservas compulsórias de ativos, etc., pode ser exercido. Seria uma tentativa de coordenar a alocação do crédito com o investimento planejado, através de incentivos mercantis, diretivas ou mesmo intervenção direta.

A **proposta pós-keynesiana** seria de se adotar *política monetária acomodacionista* em conjunto com *política financeira discricionária*. Sua **receita de política monetária** seria de adotar atitude passiva quanto à oferta de moeda, porém com rígido controle institucional e/ou fiscalização administrativa sobre a atuação dos bancos.

A necessidade de *política monetário-creditícia* deriva-se diretamente da ineficácia da *política monetária convencional*, buscando "soluções de mercado" via controle monetário geral. Isto ocorre, particularmente, em função da alteração da velocidade de circulação da moeda, devido às inovações financeiras, por exemplo, através da técnica bancária de "administração do passivo".

Política monetária alternativa se pautaria por usar *controles financeiros seletivos* sob critério de prioridade setorial, para influenciar a alocação do crédito. Entre outros **instrumentos**, sugere:

1. **a proposta de reserva dual**, parte em depósito compulsório, parte em crédito seletivo;
2. **a proposta de reserva suplementar**, na qual se obriga a reter certa proporção das reservas sob forma de títulos de desenvolvimento econômico;
3. **a proposta de reserva de ativo**, que desloca a exigência de reserva do lado passivo para o lado ativo do balanço, através de carteira de ativos financeiros regulamentada.

Na globalização competitiva, argumenta-se que as empresas precisam gerar lucro mediante o aumento da eficiência, e não dos preços. Em contrapartida, o papel de contenção dos preços é desempenhado pela competição internacional e pela reorganização das empresas, e não pelo custo do dinheiro, via política monetária contracionista.

Seguindo esse argumento, se faz crítica à *paranóia antinflacionária* de alguns Bancos Centrais. O esforço para chegar à *inflação zero* envolveria *índice de sacrifício*, ou seja, prolongado período de desemprego alto e capacidade ociosa, muito mais dispendioso do que os ganhos provenientes da estabilidade de preços. Inclusive, alegam alguns economistas novos-keynesianos, os trabalhadores relutam muito mais em aceitar redução explícita de seus salários do que o aumento nominal dos salários aquém da inflação. É inegociável a rigidez à baixa nominal dos salários. Portanto, o esforço para chegar à taxa de inflação muito baixa, se bem sucedido, acaba emperrando a flexibilidade dos salários reais. Nesta circunstância, aumenta a taxa de desemprego em longo prazo.

9.4. Condução da política monetária com credibilidade

Segundo o **modelo novo-clássico**, a política monetária só pode ter efeito real se tomar os agentes de surpresa. A *política monetária discricionária de ativismo de demanda* teria sucesso contra o desemprego somente no curto prazo. A *política monetária estável* não interfere nas condições de equilíbrio com taxa natural de desemprego.

Na trilha da doutrina monetarista, segundo a qual a inflação persistente é fenômeno monetário, tem se buscado razões para acréscimos persistentes no estoque monetário. Isso leva à investigação sobre *as motivações e restrições dos Bancos Centrais*, que conduzem a política monetária.

As teorias do comportamento do banco central partem da noção de **credibilidade política**: a capacidade dos condutores da política monetária alcançarem seus futuros objetivos depende das expectativas inflacionárias do público. Estas dependem, por sua vez, da avaliação pública da credibilidade dos condutores da política monetária.

A literatura teórica novoclássica define **credibilidade** como o grau de confiança do público que determinada mudança na política tomou lugar quando, de fato, tal mudança realmente ocorreu. Para ter **credibilidade**, a política deve ser *consistente*, a cada estágio, com a informação pública a respeito dos objetivos e restrições enfrentadas pelo Banco Central. O público não acreditará em política anunciada se sabe que ela é incompatível com os objetivos correntes dos seus condutores.

A **credibilidade** pode ser concebida como a velocidade com a qual o público reconhece que certa mudança nos objetivos dos condutores de política monetária está efetivamente ocorrendo. Este conceito de **credibilidade** parece apropriado quando a política é discricionária e os objetivos dos condutores, conhecidos somente por eles, estão em constante fluxo de mudança.

Essa caracterização de credibilidade sob *discrção* ou arbítrio e *informação assimétrica* difere da **credibilidade como reputação**. De acordo com esta última concepção, o fortalecimento do condutor de política monetária depende da probabilidade subjetiva correntemente atribuída ao evento.

A política monetária não é totalmente divorciada do processo político geral, sendo parcialmente sensível aos desejos do Presidente da República, Congresso, comunidade financeira e, periodicamente, algumas outras menos visíveis instituições e grupos. Nesta **abordagem novo-clássica**, o comportamento do Banco Central em termos de objetivos políticos, ou seja, *prevenir a inflação* em relação a *estimular a economia*, depende da influência relativa sobre ele dos defensores do *pro-estímulo* e dos da *anti-inflação*, no governo e no setor privado.

A decisão padrão de política monetária é *complicada* por duas condições adicionais:

1. o condutor de política monetária, assumidamente, possui **controle imperfeito da oferta de moeda** já que o crescimento efetivo da moeda desvia-se, aleatoriamente, do crescimento planejado pela autoridade monetária.
2. o condutor de política monetária possui **incerteza a respeito de seus próprios objetivos futuros**: sob o ponto de vista monetarista, no entanto, é ele que pode prever seus próprios objetivos incertos no futuro, quando escolhe a taxa corrente de crescimento monetário.

Essa incerteza eleva-se porque não sabe, correntemente, com certeza, que futuro balanço *ótimo* ele terá, entre pressões exercidas por vários grupos e instituições. Quanto mais estável o quadro político-social subjacente, menor será a incerteza.

A *baixa credibilidade* e a *ambigüidade*, na especificação dos objetivos pelo Banco Central, podem ser, em alguns casos, deliberadas. O condutor da política monetária pode achar vantajoso escolher procedimentos de controle que tornam lento o reconhecimento público de mudanças nos seus objetivos. A ambigüidade maior provê o condutor com maior controle, no tempo, de *surpresas monetárias*. Quando essa maior ambigüidade a respeito da política monetária ocorre, pode-se criar maior *surpresa positiva*, ao se cuidar mais do estímulo ao crescimento econômico, e deixar as inevitáveis *surpresas negativas* para períodos nos quais se está relativamente mais preocupado com a inflação.

A **análise econômica tradicional** geralmente tem tratado o comportamento dos condutores de política monetária como determinado de maneira *exógena*. Em contraste, a **literatura recente** sobre este tema enfoca, explicitamente, como os motivos, as restrições e a informação dos *policymakers* e do público determinam os resultados da política monetária.

Tendência inflacionária, segundo a **abordagem novo-clássica**, é criada por interações entre a equipe econômica governamental e o público. Os **modelos utilizando abordagem política** parecem melhor equipados do que os **modelos monetaristas**, para explicar porque a preferência das autoridades monetárias pela ambigüidade nos anúncios públicos da política monetária e porque há largas flutuações nas taxas correntes de crescimento monetário e inflação. Como vimos, **outros modelos**, como os **pós-keynesianos** e os **institucionalistas**, apareceram também para combinar, explicitamente, alguma interação entre o comportamento político, as instituições, e a política econômica.

Vamos, agora, como essa literatura recente tratar de tema polêmico em termos político, institucional e econômico-financeiro: a questão da independência do Banco Central.

9.5. Independência do Banco Central

Apresentamos, em vários capítulos, a tese de que o poder do Banco Central manipular o mercado não é ilimitado. Nos extremos da escala, está circunscrito pelas forças fundamentais do custo do *funding*, do lucro, inclusive a produtividade, da arbitragem, dos fluxos e saldos cambiais, etc. Há *fundamentos*, entre outros, a paridade das taxa de juros, a paridade dos poder de compra, o nível de atividade econômica, que colocam limites aos movimentos das variáveis controladas pelo banco central.

Entre esses limites, no entanto, permanece certa área de indeterminação, devido à descoordenação do sistema, que provoca seu estado de incerteza. Os fatores especulativos erráticos, derivados do livre jogo das expectativas em curto prazo, dão margem para o Banco Central influir nas ditas expectativas incertas. A sinalização de *preços básicos*, para o mercado, permite alguma coordenação à medida que arrasta consigo a opinião do mercado e acaba influenciando, indiretamente, os *preços de mercado* dos ativos financeiros.

Portanto, apresentar **os limites da atuação do banco central** é discutir sua capacidade de determinação de *preços básicos*, como juros e câmbio, e *estoques nominais de moeda*.

As **funções de Banco Central** são:

1. **banco do governo**: agente de financiamento do governo, o que coloca certo limite para a taxa de juros;
2. **banco dos bancos**: prestador em última instância, o que é fator expansionista do estoque nominal de moeda;
3. **banco fiscalizador**: supervisor do cumprimento da regulamentação do sistema financeiro nacional, visando a estabilidade sistêmica;
4. **banco de câmbio**: protetor dos valores de troca entre a moeda nacional e a moeda estrangeira, estabilizando (ou não) a taxa de câmbio;
5. **banco controlador da oferta de moeda interna e dos termos de financiamento**: busca cumprir a meta da programação monetária.

Houve, ao longo do tempo, redefinição da **função prioritária** do Banco Central. Historicamente, predominou seu papel como *banco do governo* e *banco dos bancos*. Mas, na **era keynesiana**, cabia a ele fazer a política monetária acomodar-se à política fiscal, oferecendo maior liquidez e cobrando menores juros, para favorecer o crescimento econômico. Na **era monetarista**, cabia evitar a política discricionária de ativismo de demanda, seguindo determinada programação monetária. Finalmente, na **era contemporânea**, a prioridade deixa de ser atingir a *meta monetária*, para ser, diretamente, alcançar o *objetivo inflacionário* prefixado. Dessa forma, subordina a política

fiscal à menor expansão de liquidez e à maior taxa de juros, para combater a inflação.

Função prioritária do Banco Central:	
Zelar pela confiança no sistema financeiro?	Zelar pela confiança no valor da moeda?
➤ emprestador em última instância.	➤ controlador da inflação.

Polêmica contemporânea ocorre a respeito da tese em defesa de que o *Banco Central deve ser independente para cumprir o objetivo em relação à inflação*. Adversários dessa posição acham que *quem deve definir o objetivo da política econômica não é o Banco Central, mas sim o governo eleito*.

Os defensores da **tese da independência** advogam que o *Banco Central deve ter autonomia operacional*, ou seja, mandatos para seus diretores que os livrem de pressão política, para conseguirem executar sua tarefa com eficiência.

Na discussão sobre a independência do Banco Central, é comum, por uma lado, entre os **políticos**, encontrar a crítica à criação de um quarto poder moderador, não eleito, superposto ao executivo, legislativo e judiciário, consagrando o corporativismo de seus funcionários e arriscando a descoordenação entre os vários instrumentos de política econômica. Por outro lado, é comum achar, entre os **economistas ortodoxos**, a opinião de que essa independência é garantia de se obter taxa de inflação baixa.

Crerios formais da independência do banco central:	
Independência orgânica:	Independência funcional:
Refere-se às relações institucionais entre o Estado e o Banco Central, nas condições tanto de nomeação dos dirigentes quanto de exercício de suas funções.	Compreende a liberdade de ação do Banco Central, na definição de suas atribuições e objetivos em matéria de política econômica e em termos de obter autonomia financeira própria.

Devemos adotar certa metodologia, para fazer o balanço dos principais argumentos apresentados no debate. No **plano da teoria monetária pura**, é comum, entre os ortodoxos, partir-se da abstração do postulado da *exogeneidade* da oferta de moeda para a defesa da necessidade do Banco Central independente, incorrendo no “vício ricardiano” de ir, diretamente, da *teoria pura para a ação política*, sem nenhuma mediação.

No **plano da teoria aplicada**, a explicação da criação *endógena* da moeda incorpora as instituições e a experiência histórica ao esclarecimento do fenômeno tratado antes como puramente econômico. Historicamente, constata-

se que nunca perdura a *política de controle monetário* quando esta provoca risco sistêmico. Neste caso, a *política de apoio* a substitui. Assim, Banco Central independente também não consegue controlar a quantidade de moeda em circulação efetiva. Esta depende das reações dos agentes econômicos, decidindo ativar a *quase-moeda* retida ociosamente ou fazer inovações financeiras fora do controle da autoridade monetária.

Cabe a crítica à **mitologia do padrão-ouro**, pois se não se subordina variáveis prioritárias socialmente, como o nível de renda e de emprego, a *influências incontroláveis* como a disponibilidade de ouro, quanto mais a *instituições controláveis*, criadas pela ação política. Da mesma forma, merece reparo o **mito do Bundesbank**, pretensamente tido como o maior Banco Central independente e guardião da doutrina monetarista. Ele é, antes de tudo, *pragmático*: adota adaptabilidade para sua programação monetária, não seguindo inflexivelmente determinada regra.

Buscar evidências empíricas, calculando, por exemplo, “Índices da Independência do Banco Central (IBC)”³, não resolve a polêmica de maneira científica. *Correlação não é causalidade*: as duas variáveis correlacionadas – o **IBC** e qualquer outro agregado macroeconômico – podem ser resultantes de terceiro fator, indicando *espuriidade*.

A questão da independência do Banco Central está mais afeita ao **plano da ação da política econômica**: não há limitação física, regulamentar ou institucional qualquer que, nas crises inflacionárias graves, coloque obstáculos à ação discricionária. Na realidade, o debate *regra versus política discricionária* é a respeito de quanto de autoridade deve ser delegada ao formulador de política monetária. Nesse sentido, Friedman afirma que “a proposta do Banco Central independente não é a proposta monetarista”. Isto é por que ele é contra o arbítrio colocado à disposição da diretoria de Banco Central independente. Os monetaristas reconhecem que o que acontece, nessa realidade, é a endogeneidade da oferta de moeda, devido à prática de fixação dos juros. No caso, o Banco Central pode tomar essa decisão de maneira independente sem, no entanto, atingir a meta monetária.

A experiência brasileira de estabilização inflacionária demonstra que ter Banco Central independente não é *nem condição necessária nem suficiente*, para combater a inflação. Para o sucesso dessa política, há sim necessidade de adotar política macroeconômica abrangente e coordenada, envolvendo política de abertura comercial, política fiscal, política de rendas, política cambial e política de juros, em condições internacionais propícias ao acúmulo de reservas internacionais e à sobrevalorização da taxa de câmbio. A independência do Banco Central também não consegue controlar a *endogeneidade* da oferta de moeda, ou seja, a remonetização determinada pela nova demanda por moeda dos agentes econômicos nas condições de estabilidade inflacionária.

³ CUKIERMAN, Alex. A economia do banco central. *Revista Brasileira de Economia*. RJ, 50 (4): 389-426, out-dez 1996.

O verdadeiro objetivo dos defensores da independência ao Banco Central do Brasil, é traçar separação institucional ou legal entre:

1. os que decidem sobre a emissão monetária;
2. os que executam a decisão sobre o gasto público;
3. os que decidem sobre os gastos públicos.

Como a reforma fiscal que aumentasse a progressividade da carga tributária e a reforma do mecanismo de financiamento do setor público implicaria em *crowding out* do setor privado, que os neoliberais brasileiros não aceitam, eles vendem a idéia, para a opinião pública, de que o Banco Central independente impediria o financiamento monetário dos gastos públicos, seja obrigando o governo a cortá-los, seja impedindo o aumento de impostos. Por esta última ser “medida impopular” (sic), conseguem convencer a muitos incautos. Os cidadãos bem informados devem estar alertas para o risco da independência do Banco Central em relação ao governo levar a sua “privatização”, ou seja, à total subordinação aos interesses privados do mercado.

Leitura adicional recomendada:

FRIEDMAN, M. (*The Goals and Criteria of Monetary Policy*); FRIEDMAN, M. (*The Role of Monetary Policy**); BRUNNER, K. (*The Role of Money and Monetary Policy*); MAYER, T. (*The Problem of Lags*); MELTZER, A. (*Controlling Money*); ANDERSEN, L. & JORDAN, J. (*Monetary and Fiscal Actions: A Test of Their Relative Importance in Economic Stabilization*); CUKIERMAN, A. (*Central Bank Behavior and Credibility: Some Recent Theoretical Developments*). in CHRYSTAL, K. Alec (ed.). Monetarism. London, Edward Elgar, 1990.

*FRIEDMAN, Milton (1968). O Papel da Política Monetária. in CARNEIRO, R. (org.). Os clássicos da economia 2. SP, Atica, 1997. pp. 254-270.

Comentário: Todos esses são trabalhos antológicos a respeito da doutrina monetarista e de sua derivação novo-clássica sobre a política monetária.

ROUSSEAS, S.. Post-keynesian Monetary Economics. NY, M. E. Sharpe, 1986. Cap. 6 (*The policy implications of post keynesian monetary theory*).

Comentário: Rousseas avança uma série de propostas de política monetária, envolvendo várias restrições ou requerimentos sobre o lado dos ativos dos bancos comerciais, classificando-os de controles seletivos.

LAVOIE, Marc. *Monetary policy in an economy with endogenous credit money*. in DELEPLACE & NELL (ed.). Money in motion: the post keynesian and circulation approaches. NY, St. Martins Press, 1996.

Comentário: O objetivo desse capítulo é resenhar o que já se escreveu sobre política monetária sob um ponto-de-vista pós-keynesiano.

CUKIERMAN, Alex. A economia do banco central. Revista Brasileira de Economia. RJ, 50 (4): 389-426, out-dez 1996.

Comentário: Este artigo faz um amplo levantamento da evolução ocorrida na pesquisa teórica e empírica sobre a independência do banco central, seu grau, interação com o governo e o efeito dessa independência sobre a economia, sob o ponto-de-vista de um defensor dessa medida.

CARVALHO, F.C.. A independência do banco central e a disciplina monetária: observações cétricas. Revista de Economia Política 60. SP, Vol. , nº 4, out-dez 1995.

Comentário: É a exposição de um ponto-de-vista pós-keynesiano sobre a questão da independência do banco central.

Resumo:

1. Examinamos a condução de política monetária de acordo com a **abordagem monetarista** de cumprir determinada *regra*, a **abordagem pós-keynesiana** de adotar a *discricionariedade*, a **abordagem novo-clássica** de seu anúncio ter *credibilidade*.
2. Verificamos **os limites de cada instrumento de avaliação da condução de política monetária**: taxa de desemprego, taxa de juros de mercado, taxa de juros nominais, taxa de câmbio, taxa de inflação, taxa de crescimento de certo agregado monetário; Friedman adota este último como o melhor indicador do comportamento do Banco Central.
3. A **política monetária de regra** busca atingir certa taxa de crescimento estável em algum agregado monetário, para não perturbar o livre funcionamento das forças de mercado; a **política monetária de arbítrio** propõe atitude passiva quanto à oferta de moeda, porém com rígida fiscalização administrativa sobre a atuação dos bancos e/ou controles financeiros seletivos.
4. Os **modelos novos-clássicos** com *abordagem política* parecem melhor equipados do que os **modelos monetaristas** para explicar porque a preferência das autoridades monetárias pela ambigüidade nos anúncios públicos da política monetária e porque há largas flutuações nas taxas correntes de crescimento monetário e inflação. **Outros modelos – pós-keynesianos e institucionalistas** – apareceram também, para combinar, explicitamente, alguma interação entre o comportamento político, as instituições, e a política econômica.
5. Na **questão da independência do Banco Central**, é *falso problema*: o do controle da quantidade de moeda; o *verdadeiro problema* é o do financiamento do gasto público. Portanto, a **questão fundamental** é *política*, pois cabe ao Poder Executivo executar as decisões de gastos, aprovadas pelo Poder Legislativo, *com* ou *sem* a autonomia do Banco Central, e está relacionada à necessidade de reforma fiscal.