

RESUMO

Esta pesquisa tem como objetivo apresentar uma avaliação das práticas presentes da política monetária conhecidas como “simples regras monetárias” e “metas inflacionárias” e discutir o contexto histórico de seu surgimento. Procurará mostrar que tais práticas implicam também o conceito de endogeneidade monetária análogo a idéia de alguns economistas como Kaldor, Davidson, Minsky e outros, mas que à diferença destes autores, fazem a suposição extrema de que a política monetária embora não seja neutra a curto prazo é neutra no longo prazo. Esta hipótese, com suas implicações de política, pode ser criticada em várias instâncias, o que será desenvolvido neste trabalho.

PALAVRAS-CHAVE

Taxas de juro; Moeda endógena; Neutralidade monetária a longo prazo; Inflação.

ABSTRACT

This research aims to present an overview of the present practices of monetary policy, known as “simple monetary rules” and “inflation targeting”. It will discuss the historical context in which this framework first appeared., and its implication specially that the monetary supply is endogenous.. The endogeneity hypothesis is the same one that some economists like Kaldor, Minsky, Davidson et al, had already made, but contrasting with these authors, the new doctrine makes the extreme assumption that although monetary policy is effective in the short run it is neutral in the long run. This hypothesis as well as its policy implications may be subject to several criticism which will be developed along this work.

KEY WORDS

Interest rate; Endogenous money; Long run neutrality of money; Inflation

SUMÁRIO

I.	Introdução	
II.	O comportamento econômico americano nos anos 70 e 80 e a política monetária.....	
III.	Os mecanismos da política monetária	
	1. A teoria dos fundos emprestáveis.....	
	2. A teoria das preferências pela liquidez	
	3. Uma abordagem geral da taxa de juro.....	
	4. O papel dos bancos centrais.....	
	5. Instrumento de intervenção nos mercados monetários	
IV.	Regras de políticas monetárias e metas inflacionárias.....	
	1. O modelo IS/MP e a curva DA	
	2. O equilíbrio no mercado monetário	
	3. Política monetária e inflação no longo prazo	
V.	Uma avaliação crítica do modelo de regras.....	
VI.	Conclusões	
VII.	Referências bibliográficas	

A POLÍTICA MONETÁRIA RECENTE: ALGUNS ASPECTOS TEÓRICOS

Luiz Antônio de Oliveira Lima

I. INTRODUÇÃO

Durante a década de 1972 a 1982 a economia Americana mostrou um desempenho precário, porém a partir de 1982 até o fim da década sua performance melhorou: a taxa de desemprego caiu de 10,5 no fim de 1982 para 5% no início de 1989; a taxa inflação caiu de cifra de dois dígitos para apenas 3% em metade dos 80; e a taxa de juro de longo prazo caiu gradualmente de seu de seu pico em 1981 para aproximadamente 5% em 1993. O ponto importante a se ressaltar é que tal recuperação ocorreu, simultaneamente, com a decisão do FED de abandonar a política de inspiração monetarista que vinha aplicando desde 1979 mediante a definição de rígidas regras monetárias.

O sucesso na condução da economia apareceu como um grande enigma, principalmente para os economistas de orientação monetarista, para os quais o leme da economia deveria ser sempre o controle do crescimento gradual dos agregados monetários. De 1982 em diante, como vem ocorrendo até agora, a ação do FED concentrou-se no controle das taxas de juro de curto prazo, levando a crer que a política monetária tinha retornado às bases conceituais da política de vinte e cinco anos atrás.

De qualquer maneira, não se podia identificar a base teórica sobre a qual a política monetária era realizada, o que levou à constatação que ela tinha um caráter meramente casuístico, isto é, de acordo com as circunstâncias visando-se um certo objetivo, tomava-se uma decisão desde que esta fosse eficaz. Alguns economistas,

no entanto, consideravam que por trás dessas decisões continuava a existir uma clara base monetarista, de tal modo que este fato em vez de refletir o fim do monetarismo”, refletiria o seu triunfo, ou seja as categorias de análise monetarista passaram a constituir a condição básica da apreensão dos fenômenos econômicos.

Nesta linha, J. Bradford De Long procurou mostrar que os padrões da política econômica, hoje dominantes, e que lastreiam a chamada “macroeconomia novo Keynesiana”, em última análise, são de caráter monetarista e baseados, fundamentalmente, na obra de Milton Friedman, de tal modo que seria mais adequado identificar o “mainstream” como “novo monetarismo” (De Long, 2000, ps.84-85). Segundo esse autor, os pontos de aproximação dos novos keynesiano ao monetarismo são os seguintes: a importância de se analisar as políticas em um contexto estocástico explícito; a importância de se pensar não apenas que política seria melhor em resposta a um choque particular, mas qual regra geral seria robusta em termos dos erros dos economistas, ao interpretarem a estrutura da economia e implementarem as políticas econômicas; além da proposição de que o objetivo da política deveria ser a estabilização e não o “fechamento de gaps” de produto. Todos esses preceitos segundo De Long encontram-se em Milton Friedman (1960, 1968). Além dessas proposições o poder da política monetária, tal como admitido pelos novos-keynesianos, já havia sido estabelecido por linhas de pesquisas monetaristas, (Friedman e Meiselman, 1963). E finalmente a função de oferta agregada tal como utilizada hoje se desenvolveu a partir de discussão da “missing equation”, tal como colocada por Friedman, (ver Gordon, 1974).

Para De Long o não reconhecimento dessa realidade decorreu basicamente de não se fazer a distinção entre “monetarismo clássico”, tal como apresentado em Friedman (1968) e o chamado “monetarismo político”, Friedman (1970). A versão política se caracterizaria por se concentrar, quase exclusivamente, no controle do estoque monetário, ao passo que o monetarismo clássico sobrevive mas características das idéias relativas à política econômica que constituem a base da macro novo-keynesiana.

De início, a formulação de De Long parece nos colocar diante de uma base conceitual adequada da política monetária praticada. Porém, há problemas com essa justificativa: embora as idéias de Friedman tenham sido importantes e ainda sejam importantes na discussão teórica, a política monetária atual não incorpora a essência do monetarismo. Como o próprio De Long reconhece, a pedra de toque do monetarismo, desde a versão inicial de Irving Fisher, é a teoria quantitativa da moeda, na maneira especificada por Friedman (1987). Ora, se isto é verdade, um crítico de tal interpretação de De Long considera “que o monetarismo, não pode ter triunfado desde que a teoria quantitativa da moeda, ainda válida como uma realidade empírica, não é mais válida para a prática da política monetária moderna. Este desaparecimento da teoria quantitativa passou virtualmente despercebido pelos economistas, a despeito das suas profundas implicações para a pesquisa sobre política monetária” (Dalziel, 2002,p.512).

Assim, como a teoria quantitativa da moeda não é mais a base para as decisões dos bancos centrais, alguma outra teoria ou visão deveria ter tomado seu lugar. Apenas dizer-se que houve uma volta à política monetária dos anos 50, o que em parte é verdade (ver Friedman 1991) não é uma explicação, de tal maneira que se pode definir o objetivo desta pesquisa como uma reflexão sobre os conceitos teóricos que dão a base da política monetária atual. De outro lado, o sucesso da política monetária tal como aplicada nas principais economias capitalistas, nos últimos vinte anos, provocou o desenvolvimento de uma vasta literatura sobre o assunto de tal modo que qualquer reflexão ou pesquisa sobre política monetária deve considerar tal contribuição, ainda que algumas vezes de maneira crítica.

Tendo em vista analisar tais questões, este relatório se propõe os seguintes objetivos:

o estudo das condições históricas que levaram à alteração do que se considerava, os objetivos da política monetária: controle da oferta monetária real e da base monetária real em favor da adoção de estratégia nominais , que teriam como meta

instrumental o controle da taxa de juro e como objetivo o controle da inflação ou da renda nominal;

apresentar o funcionamento da política monetária mediante uma análise da determinação da taxa de juro, pelo Banco Central e a maneira pela qual se dá sua intervenção nos mercados monetários. Tal análise se encaminhará no sentido de mostrar o caráter endógeno da oferta monetária e quais as implicações deste fato de um ponto de vista teórico e prático. A conclusão a respeito da endogeneidade da oferta monetária é importante, por que com base em tal conceito se constitui a fundamentação do chamado o “novo consenso em política monetária”, tal como aparece em textos de macroeconomia do “main stream”, como também tem sido implementada hoje em algumas das principais economias capitalistas. Tal consenso foi identificado pelo modelo de regras monetárias, cuja formulação inicial foi feita por John Taylor (1993) e cuja apresentação canônica foi desenvolvida por Roberth (1999, 2000). Um caso específico do modelo de regras é o modelo de metas inflacionárias, defendido e justificado especialmente por Bernanke e Mishkin (1997).¹

Em seguida se procurará mostrar que a crítica ao monetarismo convencional implícita na hipótese de regras já tinha sido antecipada pelos teóricos da “moeda endógena”, Kaldor, Minsky, Taylor, Chick e outros. Estes, no entanto viram a endogeneidade da oferta monetária como uma característica da lógica das economias monetárias e não como efeito de algumas mudanças de natureza institucional como aparece no “novo consenso”. Esta diferença básica vai ter importantes implicações na avaliação crítica do modelo de regras e de metas inflacionárias. Na parte final, deste relatório se desenvolverá tal crítica, mostrando que a lógica da “moeda da endógena” que em grande parte se baseia em Schumpeter, Wicksel e Keynes não é compatível com uma série de supostos do

¹ Bernanke e Mishkin, no entanto, procuram flexibilizar a idéia de regra, substituindo-a pela idéia de “framework para a política monetária”.

modelo de regras, e se apresenta como uma teoria mais adequada para a análise de uma economia monetária.

II. O COMPORTAMENTO ECONÔMICO AMERICANO NOS ANOS 70 E 80 E A POLÍTICA MONETÁRIA

A deterioração do comportamento da economia americana, no fim dos anos 70 e início dos anos 80, veio junto com fenômenos que não poderiam ser explicados pela análise do “mainstream” ou seja, dois picos de inflação (1974-5) e (1980-1), simultâneos a dois picos de desemprego em 1975 e 1982. As taxas de juro também indicam dois picos em 1974 e em 1981.

Embora na década de 70, um estímulo fiscal no início de 1975 tivesse ajudado acabar com a recessão dos anos 1974-1975, a política fiscal permanecia em grande descrédito. De outro lado a política monetária teve um papel passivo nos anos 1975-1979, tal passividade responsabilizada pelos surtos inflacionários do período. Diante de tal diagnóstico a partir de outubro de 1979, o Banco Central mudou sua política adotando uma política monetarista, embora baseada no controle das reservas monetárias e não no controle da oferta monetária. Tal mudança explica por que as taxas de juro foram tão voláteis no período 1979-1982, uma vez que o Banco Central deixou de lado qualquer preocupação com o controle das taxas de juro em elevação. Isto explica a chamanda “desinflação de Volker”, que permitiu que os E.U.A. retornassem de uma inflação de dois dígitos dos anos 70, para uma taxa mais moderada de inflação, que permaneceu abaixo de 5% para quase todo os trimestres posteriores a 1984.

Em agosto de 1982, surpreso com a gravidade da recessão dos anos 1981-2, o Banco Central abandonou a perspectiva monetarista e anunciou que não aceitaria a taxa de juro de curto prazo a níveis elevados, o que fez com que as taxas de juro tivessem uma rápida queda, passando a adotar uma regra de crescimento do PIB Real ao

permitir que o M1 se elevasse toda vez que a economia indicasse tendência recessiva. Junto com essa nova orientação ocorrera a recuperação da recessão mais grave pela qual os E.U.A. passaram desde 1930; “uma recessão causada pela rígida política monetária que teve por fim reduzir uma aceleração de preços alarmante. A recuperação que se seguiu transformou-se em uma firme expansão que continuou sem interrupção até o fim de 1987 e estabeleceu então um novo recorde para a mais longa expansão da economia americana em tempos de paz. Uma política fiscal, baseada em déficit estrutural bastante elevados, em termos usuais, foi um fator maior nesta expansão, para a qual a política monetária não se colocou como um obstáculo”. (Friedman,B. 1988,p.51).

Sobre estes fatos observou ainda Benjamin Friedman (1988) “Os economistas que esperavam dizer alguma coisa de útil sobre política monetária, passaram por tempos difíceis. As relações quantitativas, ligando a renda e movimentos de preços ao crescimento dos familiares agregados monetários, incluindo especialmente M1 e que tinham sido o foco da política monetária durante 1979-82, deixaram de existir durante este período. Mais ainda, o colapso dessas regularidades empíricas não foi simplesmente um problema de variações trimestrais ou anuais maiores que as usuais em torno de um padrão. O crescimento de dois dígitos de M1 sustentado em média por quase cinco anos, levou iminentes economistas, que acreditaram nesta relação no passado, a dar constantes avisos sobre o perigo imediato de inflação. No entanto, a taxa de inflação caiu dramaticamente e permaneceu reduzida”. (ps.51-52)

III. OS MECANISMOS DA POLÍTICA MONETÁRIA

Os fatos mencionados acima levaram alguns economistas a redefinirem as bases conceituais da política monetária. Neste processo, procurou-se uma redefinição das suas metas instrumentais e finais, o que levou a um certo consenso entre o chamado “main-stream” macroeconômico e seus críticos. Afim de mostrar o que, de certa forma, é consensual entre essas posições se procurará elaborar a seguir um modelo

básico dos mecanismos de política monetária a partir das teorias dominantes da taxa de juro. Estes podem ser identificadas pela teorias dos Fundos Emprestáveis (TFE) de um lado de inspiração clássica, e de outro, a teoria de preferência pelo liquidez (TPL) inspirada na “Teoria Geral” de Keynes.

1. A TEORIA DOS FUNDOS EMPRESTÁVEIS

A TFE procura explicar a taxa de juro como o produto de dois tipos de decisão: as decisões de investir e as decisões de poupar. As primeiras seriam decorrência do desejo de algumas pessoas de desfrutar, no futuro, o resultado da operação de um ativo de capital ao passo que as segundas decorreriam do propósito de se obter uma riqueza futura abstendo-se de consumir hoje e transformando essa poupança em ativos financeiros. Se os poupadores, em um determinado momento, decidirem poupar mais, a todas as taxas de juro, mantidas constantes as decisões de investimento, as taxas de juro caem estimulando os investidores a adquirirem novos ativos de capital e estabelecendo-se uma nova taxa de juro. Uma maior disposição de se adquirir mais ativos de capital, mantida constante a oferta de poupança, também alteraria a taxa de juro e assim por diante. De modo sucinto, diz-se que a taxa de juro é determinada por duas forças: as “forças reais da produtividade” afetando os investidores e as forças reais da parcimônia” determinando a maior ou menor tendência do poupadores a emprestar.

O TFE que foi identificada por Keynes como “Teoria Clássica”, e por ele duramente criticada, baseia-se nas seguintes hipóteses: a economia opera em pleno emprego; os preços são constantes; há uma oferta fixa de moeda; e informação perfeita. Podemos mostrar de maneira mais concreta a articulação de tais hipóteses na TFE: com a economia operando em pleno emprego não haverá flutuações no emprego na renda e portanto, não haverá flutuações na poupança decorrente de tal nível e de renda. Não haverá flutuações na demanda por moeda, decorrente de variações da renda; com a oferta fixa de moeda não haverá fontes alternativas de moeda além da

possibilidade de se alterar os padrões de poupança; havendo informações perfeitas não haverá uma demanda de moeda como um seguro contra as incertezas futuras. Com a suposição acima, isto é inexistência de incerteza, a demanda por fundos só pode vir das decisões de investimento. Nesse contexto, em função da constância dos preços a TFE não estabelece nenhuma distinção entre taxa de juro real e taxa de juro nominal.

Costuma-se definir a taxa de juro real como aquela taxa capaz de, em um determinado momento, justificar o quanto os emprestadores (lenders) desejariam receber para abrir mão de uma parte de seu consumo presente. Tal incentivo é também conhecido como “taxa de preferência intertemporal”. As pessoas em função de uma série de circunstâncias podem apresentar diferentes “taxas de preferência intertemporal”. Supõe-se por exemplo que uma comunidade mais rica que já tenha atendido suas necessidades cotidianas básicas tem uma menor “taxa de preferência intertemporal” na medida em que se dispõem a poupar mais visando um consumo futuro mais elevado a taxa de juro real de uma economia pode ser vista como um incentivo para os poupadores em situações em que a demanda por investimento estiver aumentando, dado um nível de renda. As decisões de investir (demanda de poupança), de outro lado, vão depender do valor presente líquido (VPL) do investimento, ou seja, o investimento se realizará se o lucro, descontado no tempo, for maior que o custo do ativo de capital, ou seja

$$\text{VPL} = -P + \sum_{t=1}^u \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Sendo $CF =$ lucro, P o preço do ativo de capital e r a taxa de retorno desejada. A possibilidade de um projeto preencher tais condições depende da produtividade, ou seja, do valor dos fluxos de caixa líquido dos custos operacionais. A demanda de poupança em um certo momento dependerá da produtividade dos ativos de capital.

A TFE pode ser ilustrada em um gráfico onde a oferta de poupança é representada por uma linha com indicação positiva, indicando que quanto maior a taxa de juro

real (a), menor o número de pessoas que manifestam a sua preferência pelo tempo. A curva de demanda de fundos para investir é representada por uma curva com inclinação negativa, pois quanto mais baixa a taxa de juro, maior a disponibilidade de projetos com um VPL positivo. A intersecção das duas linhas indica a taxa de juro real de equilíbrio; as alterações nas condições da produtividade e ou parcimônia levam a deslocamentos das curvas determinando novos níveis de equilíbrio de r .

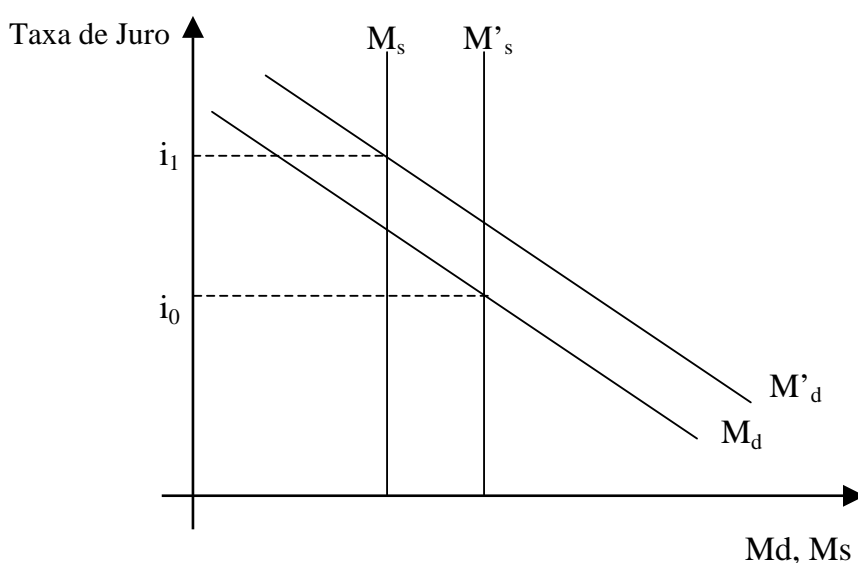
2. A TEORIA DA PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ

A teoria da preferência pela liquidez (TPL) foi apresentada por Keynes, na “Teoria Geral” como uma alternativa a TFE. Para ele a tendência das pessoas a poupar vai depender de seu nível de renda, de tal modo que se a renda está acima de um certo valor a poupança pode ocorrer com taxa de juro nula. Variações na renda, portanto, mantida a preferência intertemporal, poderiam provocar variações na poupança mesmo a uma taxa de juro constante. Assim freqüentemente o juro não teria um papel fundamental nas decisões de poupança. Sendo o dinheiro “um porto seguro” para as situações de incerteza, o seu possuidor só abriria mão da liquidez se recebesse uma recompensa adequada. Assim a preferência pela liquidez não seria a mesma coisa que poupar; uma pessoa pode poupar sem receber nenhuma remuneração por isto.

Dada esta concepção, vai se explicar a determinação da taxa de juro nominal através do mercado monetário, pela interação de oferta e procura de moeda. Conforme pode-se observar na figura (1) abaixo, supõe-se uma oferta monetária dada por uma linha vertical, absolutamente inelástica a taxa de juro (M_s), e a curva de demanda M_d representada por uma linha com inclinação negativa, a qual indica que a taxa de juro é o custo de oportunidade da liquidez, que varia inversamente com a mencionada taxa. Keynes, no entanto, procurou apresentar fatores dinâmicos de tal relação: quando as taxas de juro estão baixas a moeda pode ser considerada o ativo por excelência. Nesta situação função de uma certa prática do mercado os agentes

consideram que a probabilidade de o juro se elevar é grande preferindo a liquidez. Quando a taxa de juro é alta teme-se sua queda levando a uma menor liquidez. A posição da demanda monetária por sua vez depende do nível de renda da economia. Uma elevação desta a desloca para a direita.

Figura 1



De outro lado, a consideração da incerteza na economia, como fez Keynes, introduz a possibilidade que a M_d se desloque sem que necessariamente haja uma variação de renda. Um aumento da incerteza tem como consequência aumentar a demanda por moeda a todas as taxas de juro. No gráfico acima M_d desloca-se para M'_d , estabelecendo-se uma taxa de juro mais elevada a menos que imediatamente M_s se desloque para M'_s . As implicações da análise de Keynes são:

- a taxa de juro sendo determinada no mercado monetário deixa de ser um mecanismo equilibrador entre poupança e investimento como na TFE. Pode haver

por causa disso um aumento nos estoques monetários líquidos sem que isto se reflita em uma redução na taxa de juro e, por conseqüência em um aumento do investimento capaz de compensar uma eventual redução do consumo. Portanto, na medida em que a taxa de juro é instável, esta instabilidade pode se estender para a economia.

3. UMA ABORDAGEM GERAL DA TAXA DE JURO

Consideradas isoladamente as teorias acima são inadequadas para a explicação do processo da determinação da taxa de juro e suas implicações. Inicialmente, a realidade econômica não é estática como pressuposto pela TFE, nem a poupança é a única fonte de recursos, dada a presença do Banco Central. De outro lado, não se pode eliminar totalmente como faz a TPL, a influência da taxa de juro sobre a oferta de fundos. Tendo em vista tais restrições, Howel e Bain (2001, capítulo 3) propuseram um modelo eclético para a determinação daquela variável, o qual vai sugerir a importância de alguns termos que serão discutidos posteriormente: a taxa de juro de longo prazo e a endogeneidade da oferta monetária.

Assim, a oferta de recursos para os tomadores consiste não apenas dos fundos que os poupadores estão dispostos a emprestar, como também de qualquer aumento do estoque monetário da comunidade, decorrente de os bancos concederem empréstimos ao público; estes empréstimos, que criam novos depósitos e aumentam a oferta monetária, não dependem apenas de os bancos comerciais terem reservas excedentes, mas também de haver tomadores de novos empréstimos. De outro lado, os poupadores podem não querer emprestar a totalidade de sua poupança mesmo a taxas de juro muito elevadas. Assim, “tanto a oferta potencial de moeda quanto a possibilidade que mais moeda possa ser demandada para entesouramento de moeda especulativa são influências adicionais à oferta e demanda de recursos que devemos somar à conta tradicional que se concentra apenas nas decisões de poupadores e investidores” (Howel e Bain, op.cit,p.38).

O valor dos fundos disponíveis são dada por:

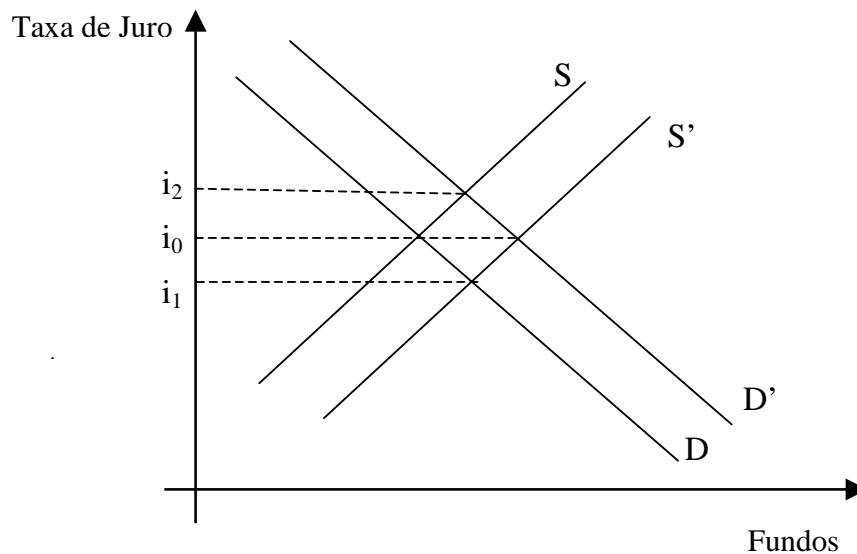
$$\text{Fundos} = \text{Poupança} - \Delta \text{ entesouramento} + \Delta \text{ moeda nova}$$

ou

$$\text{Poupança} + \text{moeda nova} = \text{Investimento} + \Delta \text{ entesouramento.}$$

Tal como indicado na figura 2 seguinte:

Figura 2



A curva S torna claro que a oferta potencial de fundos consiste tanto na poupança determinada a partir da renda quanto em qualquer adição de moeda nova pelo sistema bancário. Ela tem inclinação positiva por que se supõe que a poupança tem alguma sensibilidade a variação das taxas de juro. A curva de demanda (D) é representada com inclinação negativa refletindo a demanda de fundos para

investimento em ativos de capital. Às taxas de juros mais baixas um volume maior de projetos terá viabilidade. Essa curva indica também que a taxas de juro mais baixas aumenta a demanda por fundos ociosos (demanda especulativa) que faz com que a curva se estenda mais para a direita.

Suponha na figura acima um deslocamento para a direita de S para S' , decorrente de uma diminuição na preferência temporal e ou um novo aumento na moeda nova fazendo i_0 cair para i_1 . Suponha uma elevação no investimento decorrente de um aumento na produtividade ou um aumento no entesouramento elevando D para D' mantido S constante a nova taxa de juro será i_2 .

A curto prazo, esse modelo fornece uma certa flexibilidade, na explicação das taxas de juro real e nominal. De acordo com a figura acima supondo-se as alterações em S e D , temos: a oferta S se deslocando para a direita, (novos investimentos); sem a hipótese clássica de que a renda é fixa, a produção aumentará com pouco efeito sobre inflação e a nova taxa nominal de juros (i) estará abaixo da anterior; se a inflação for pequena ou inexistente pode-se concluir também que a nova taxa de juro real estará abaixo do anterior. Sob as hipóteses clássicas ao contrário (renda ao nível de pleno emprego e absoluta flexibilidade de preços), ambas as curvas se deslocarão para cima mantendo a taxa de juro real na mesma situação inicial com uma taxa nominal mais elevada.

4. O PAPEL DOS BANCOS CENTRAIS

A análise anterior permite antecipar alguns pontos que serão discutidos com mais detalhes neste tópico: embora os Bancos Centrais não tenham condições de exercer um poder absoluto sobre as taxa de juros das economias, eles podem indicar na maioria das vezes o sentido das alterações das taxas, principalmente através de sua capacidade de determinar as taxas dos empréstimos de curto prazo. No longo prazo, no entanto, essa determinação pode ter uma importância reduzida, especialmente se

concordarmos com a hipótese de que a taxa de juro de longo prazo pode influenciar a taxa de curto prazo, em função de condições históricas e das expectativas a de longo prazo dos agentes económicos.

O poder que os bancos centrais tem de influenciar a taxa de juro decorre da sua capacidade de ser emprestador em última instância, que se manifesta em situações de iliquidez, ao assegurar aos depositantes do sistema bancário a conversibilidade em dinheiro de seus depósitos. Sabe-se que esta função é primordial na medida em que muitas vezes a estabilidade do sistema bancário pode depender, nem tanto de um comportamento saudável de suas unidades, mas de meros boatos ou especulações que levam a uma corrida bancária criando situações evitáveis se houver um emprestador em última instância. A alternativa a ele, seria o sistema bancário operar com um volume elevado de reservas, as quais no entanto poderiam ser vista como um imposto ao sistema bancário, encarecendo de maneira insuportável o processo de intermediação.

O fato de os bancos operarem com um volume reduzido de reservas pode levar a uma situação de escassez, que não tem necessariamente nada a ver com tolices ou imprudências cometidas em sua gestão. Embora seja possível a um banco com tal tipo de problema, recorrer ao mercado interbancário, podem ocorrer situações em que a crise é sistêmica tornando inviável tal recurso. Resta, portanto, recorrer à autoridade monetária que pode fornecer a liquidez necessária mediante o redesconto, à uma taxa de juro preestabelecida ou pode comprar dos bancos ativos com vencimento curto, a preços pré-estabelecidos ou não.

Assim o banco central pode decidir o volume de reservas disponíveis e deixar que o mercado faça seu preço, ou alternativamente determinar seu preço e deixar que o mercado estabeleça as quantidades de reservas exigidas. Em qualquer uma dessas hipóteses, sua ação determinará as taxas de juro de curto prazo o que estabelece uma base para os empréstimos a serem realizados pelo sistema bancário.

Ocorre, no entanto, que as coisas não são tão simples: se de um lado é possível determinar-se uma taxa nominal de juro, de outro, se houver expectativas sobre as taxas de inflação futura, estas determinarão taxa de juro real que é a taxa que importa mesmo no caso em que as autoridades estejam dispostas a estabelecer apenas taxas de curto prazo, sejam elas do *over-night* ou as taxas de uma semana. Além deste fato os bancos centrais, no processo de determinação da taxa de juro, tem suas funções condicionadas por uma série de limitações.

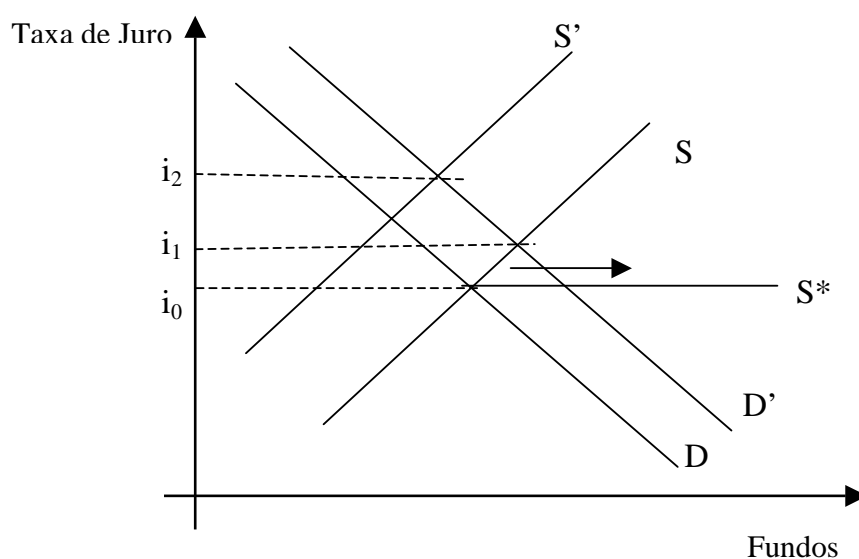
Primeiramente, os Bancos Centrais determinam as taxas de juros tendo em vista atingir uma série de objetivos que podem impor demanda conflitantes, tal como ocorreu em 1992, quando Itália, França e Inglaterra, e outros países, tiveram de enfrentar o dilema de elevar a taxa de juro para proteger suas moedas enfraquecidas, e correram o risco de acabar com uma frágil recuperação de uma recessão anterior. Uma segunda possibilidade é que mesmo que o objetivo seja único, por exemplo, controlar a inflação – mesmo assim pode haver discordância em torno da meta intermediária. A inflação, sendo a meta final, o nível da taxa de juro deverá ser escolhido com vistas ao controle do crescimento monetário ou de manter uma taxa de cambio elevada?

Em terceiro lugar a determinação ou o sentido de variação da taxa de juro deve ter um mínimo de endosso do mercado, o que pode gerar um conflito com as autoridades monetárias. Por exemplo, quando desejaram manter suas taxas de cambio de acordo com MTC (Mecanismos da Taxas de Cambio), o Banco da Inglaterra e o Banco da Itália elevaram as taxas de juro a níveis emergenciais. Porém os mercados assumiram a visão de que estas taxas não estavam suficientemente altas, considerando-se objetivos de taxa de cambio. Frente à escolha de taxas de juro ainda mais elevadas ou à saída do MTC, os bancos centrais escolheram o segundo caminho.

Estas observações sugerem que a determinação da taxa de juro combina considerações decorrentes de uma série de elementos das hipóteses dos fundos

emprestáveis e da preferência pela liquidez, como também de decisões das autoridades, especialmente se considerarmos os valores nominais de curto prazo, como sugere a figura abaixo:

Figura 3



Ela nos mostra que a taxa de juro que é compatível com as funções S e D . Suponha agora que em função, por exemplo, de uma fragilidade cambial, haja um aumento na preferência pela liquidez e D se desloque para D' criando condições para a elevação da taxa de juro para i_1 . O Banco Central pode manter a taxa em i_0 , se informar aos bancos que as reservas eventualmente necessárias estão disponíveis à taxa vigente; de tal maneira que possam atender à demanda por fundos sem medo de que isto implique em uma escassez de reservas. Neste caso a oferta monetária torna-se horizontal e pode ser representada por S^* (à direita da intersecção D/S). Temos neste caso uma situação em que a oferta monetária se torna endógena.

No longo prazo, no entanto, os mercados cambiais podem acreditar que tal política não é sustentável: uma expansão contínua da oferta monetária pode antecipar uma

situação inflacionária. Constitui-se aqui um conflito de objetivos: manter as taxas em i_0 , pela expansão da moeda e do crédito pode levar à uma desvalorização contínua da taxa de cambio. Se a vontade de preservar a taxa de cambio for dominante, a taxa de juro deverá se elevar para i_1 , podendo mesmo ser necessário elevá-la para i_2 , como mostra o gráfico.

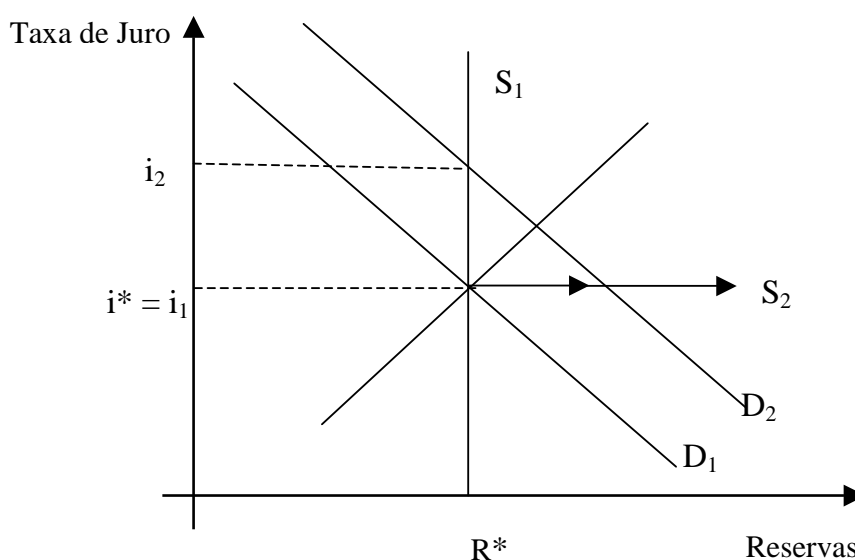
5. INSTRUMENTOS DE INTERVENÇÃO NOS MERCADOS MONETÁRIOS

Do que foi considerado até agora, pode-se inferir que a endogeneidade monetária decorre da escolha por parte das autoridades das metas intermediárias e das metas finais da política monetária. Foi visto que para se atingir certos objetivos boa parte das economias capitalistas abandonou o controle das reservas ou da oferta monetária real quando se reconheceu especialmente a partir dos anos 80, que a ligação entre os agregados monetários e a renda e os preços eram poucos consistentes, passando então o controle das taxas de juro e da taxa de cambio; a ocupar seu lugar como metas intermediárias capazes de levar a certas metas finais; controle da inflação ou do produto. Na França até 1987 a principal meta intermediária foi a taxa de crescimento do M2, passando depois para a taxa de cambio, para o Reino Unido até 1986, a principal meta intermediária foi a taxa de cambio e o preço dos ativos; para os EUA de 1982 em diante a meta que era o crescimento das reservas não emprestadas passou a se constituir no controle da Taxa Federal de Fundos e do “crescimento do crédito amplo”.

Independentemente das metas intermediárias e finais escolhidas, esses países geralmente usam “as operações de mercado aberto” para determinar a variável considerada como meta usando de modo menos freqüente o “redesconto”. Para manter uma determinada taxa de juro, por exemplo, o Banco Central deve fornecer toda qualquer quantidade de reservas demandadas pelos bancos. A essa taxa pode-se dizer que a oferta de reservas torna-se perfeitamente elástica. Como mostra a

figura 4 a taxa de juro meta é i^* para a demanda D_1 ; se esta se elevar para D_2 , as reservas serão oferecidas em qualquer quantidade ao longo de S_2 para manter i^*

Figura 4



A manutenção do valor das reservas em R^* significaria elevar a taxa de juro para i_2 ". A opção pela acomodação das reservas elevando seu valor foi interpretado como sendo uma opção das bancos centrais por julgarem que os choques de demanda por reservas, nos anos 80, decorreram principalmente de mudanças de preferência de portfólio; embora por traz disso estivesse também a dificuldade de se estabelecer controles operacionais sobre a base monetária.

Como se observou a determinação de uma taxa de juro de curto prazo, como meta intermediária é feita mediante a disponibilidade de reservas ao preço meta, permitindo que seja transmitido por arbitragem e algumas vezes por mark-up ao espectro amplo de taxas de juro, afetando o retorno dos demais ativos da economia e, em consequência podendo afetar também a quantidade de moeda demandada.

Finalmente como há ao longo do tempo, uma clara tendência para que as economias se expandam e aumentem a demanda de depósitos bancários às taxas de juro correntes e em consequência para que os bancos exijam aumentos nas reservas o que pode ocorrer principalmente mediante “operações de mercado aberto”, e de maneira complementar através da “janela do redesconto”, define-se assim uma taxa meta de juro de curto prazo. Os empréstimos através do redesconto requerem que as autoridades anunciem uma taxa de juro à qual darão assistência estabelecendo diretamente as taxas de curto prazo, enquanto as “operações de mercado aberto” apresentam a possibilidade de explorar a percepção do próprio mercado quanto a escassez ou excesso de liquidez.

IV. REGRAS DE POLÍTICAS MONETÁRIAS E METAS INFLACIONÁRIAS

Pode-se caracterizar basicamente a política monetária atual, como se mostrou nos itens anteriores, pelo abandono das metas quantitativas (oferta real de moeda ou de reservas) pela maior parte dos bancos centrais e pela subsequente adoção de metas nominais (controle da inflação ou da renda nominal), tendo principalmente a taxa de juro como meta instrumental. O reconhecimento deste ponto pela literatura econômica e a elaboração de medidas de políticas com base nessa realidade, segundo Charles Goodhart, “fizeram com que a enorme distancia entre o que os teóricos sugeriam e o que os bancos centrais consideravam adequado fosse praticamente eliminada”. (Goodhart, 2001,p.21). Certamente, na afirmação acima, Goodhart está se referindo aos teóricos monetaristas. De outro lado, tais modelos reconhecem o caráter endógeno da oferta monetária como já mostrado no item 3, confirmando a crítica que economistas Keynesianos (Kaldor, Davidson, Minsky, Moore e outros) já vinham fazendo às políticas monetaristas, ao chamar atenção que a moeda não poderia ser considerada uma variável exógena sob estrito controle dos Bancos Centrais.

De modo geral as decisões dos bancos centrais respondem através de suas “funções de reação” a variações da inflação, a variações da taxa de desemprego ou a variações na renda real, estabelecendo-se uma taxa de juro a ser perseguida pela política monetária; ou seja, estabelece-se por uma regra que decisões seguir na determinação de sua política monetária. Alguns autores (Clarida e Gertler, 2000, Taylor, 1999) chamaram ainda para que as decisões relativas às taxas de juro de muitos bancos centrais, inclusive da Federal Reserve, poderiam ser previstas pela aplicação do modelo de regras.

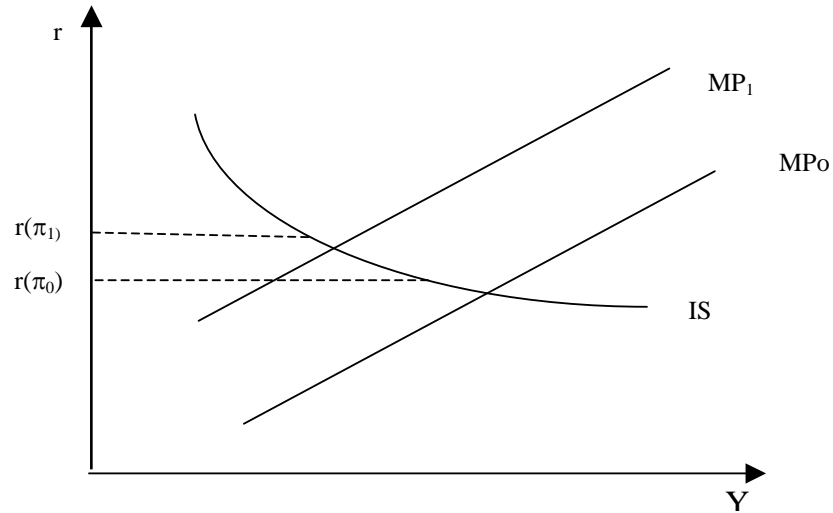
A regra mais conhecida, pelo menos a que é tomada como um padrão, é a chamada regra de Taylor² que leva em consideração para determinar-se a taxa de juro nominal os desvios do produto efetivo em relação a seu valor potencial, e o desvio da inflação atual em relação a uma determinada meta e a taxa de juro real de longo prazo que corresponderia a um certo valor de equilíbrio.

A fim de mostrar a operacionalização dessa regra se considerará a formulação desenvolvida por Romer (1999, 2000) e por Taylor (2000) que o primeiro identificou como curto prazo.

1. MODELO IS/MP E A CURVA DA

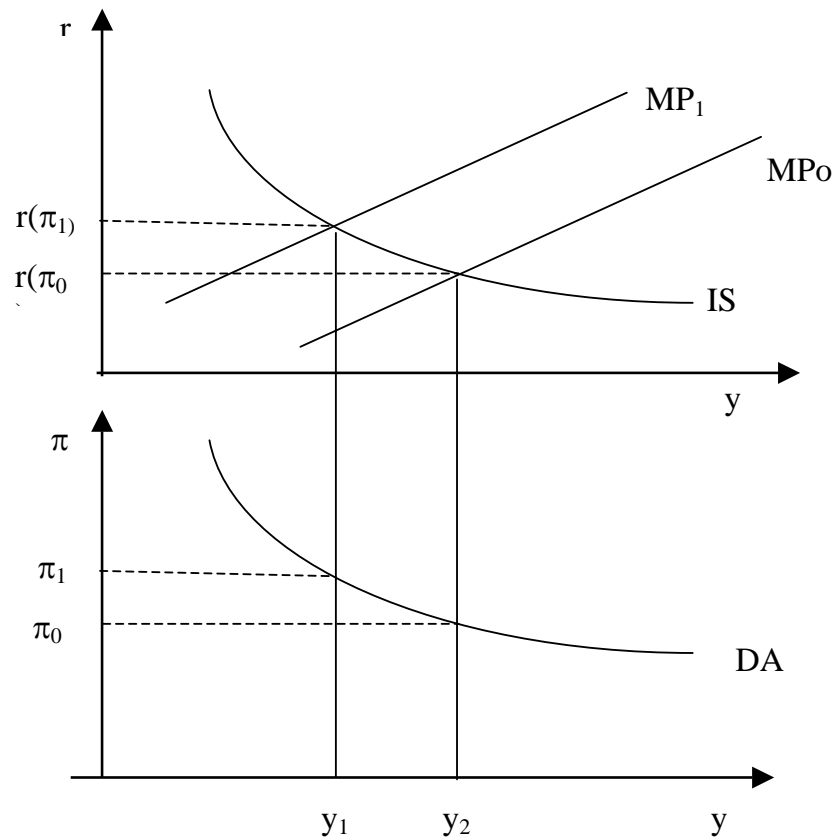
Inicialmente vamos considerar duas funções, representados na figura 5, a seguir: as funções IS e MP.

² A justificativa de se considerar aqui tal modelo como referência é que ele é usado para avaliação de políticas pelo Federal Reserve, pelo Banco Central Europeu pelo Banco do Canadá, pelo Banco da Inglaterra, pelo Banco Central da Nova Zelândia e pelo Banco Central do Brasil (Taylor, 2000, p.91). John Lipsky, em artigo publicado no Financial Times” usa a regra de Taylor para fazer uma avaliação das políticas do FED e do BCE, onde observa que o BCE, em função da estagnação econômica da zona do euro “reduzirá suas taxas ainda mais este ano, talvez em um ponto percentual, seguindo a receita de Taylor” - Tradução, Folha de S.Paulo, 8/06/2003. O FED pode se orgulhar do BCE”.

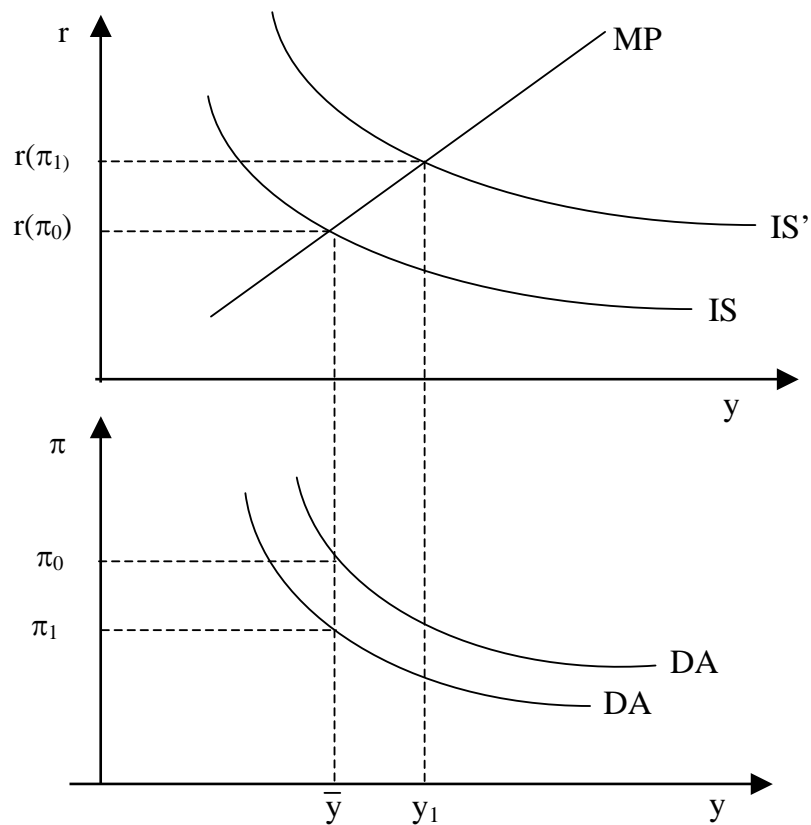
Figura 5

A função IS pode ser interpretada de maneira tradicional: quanto maior r , taxa de juro real, menores os gastos dependentes de r , dos quais o mais relevante é o investimento planejado. Juntamente com a função IS está representada a função MP cuja inclinação positiva indica que o Banco Central elevará a taxa de juro sempre que o produto aumentar. O deslocamento de MP_0 para MP_1 significa que o Banco Central dada uma elevação na taxa de inflação para um mesmo nível de renda reduzirá a oferta monetária. A intersecção de IS e MP indicam a taxa real de juro e a renda real da economia.

Figura 6



Relacionada a taxa de inflação e renda real podemos estabelecer uma função de demanda agregada tal como mostrado nos dois gráficos acima (Figura 6) fazendo Y_0 corresponder a π_0 e Y_1 a π_1 .

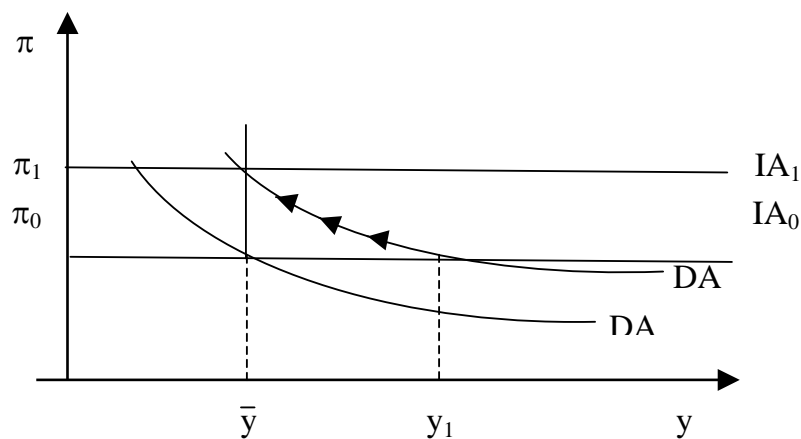
Figura 7

Podemos mostrar agora os efeitos de alterações na política fiscal a partir do esquema acima. Suponha um aumento nos gastos governamentais; haverá neste caso um deslocamento da IS para a direita, juntamente com deslocamento de DA para DA', como na figura 7.

Para se determinar o efeito do deslocamento de DA sobre a taxa de inflação vamos supor que no curto prazo, o efeito cairá apenas nas quantidades produzidas, ou seja, os preços são constantes no curto prazo, o que é uma forma extrema da situação em

que se supõe que a produção Y se altera a uma velocidade maior que os preços. Dada esta suposição podemos representar uma curva de oferta agregada (IA), conjugada com DA, através de uma linha horizontal, que será relacionada com DA como na figura 8.

Figura 8

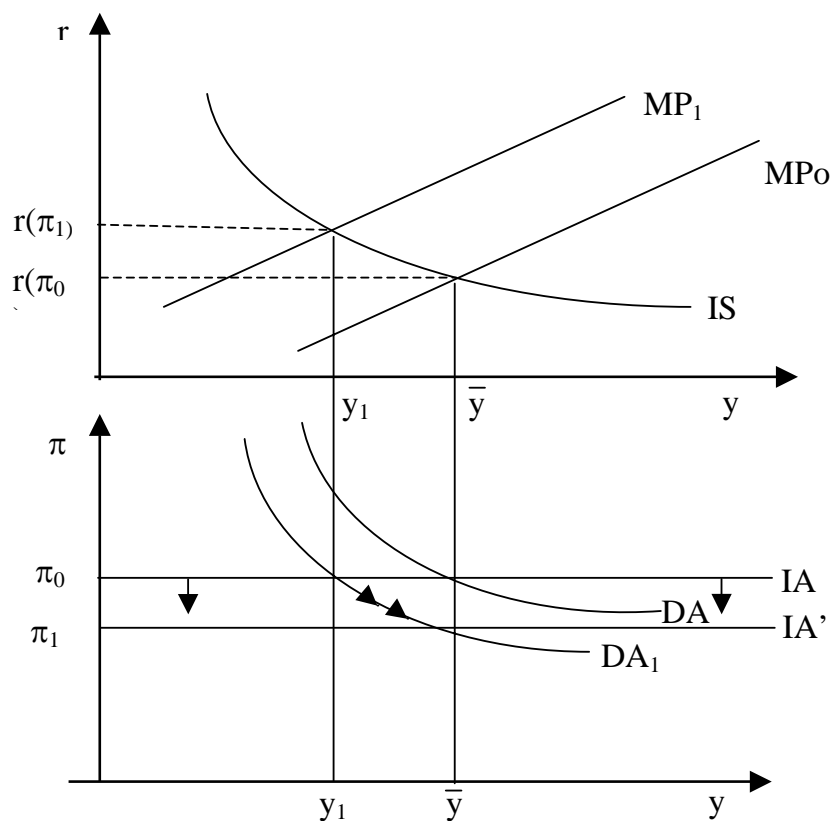


Observa-se acima que o deslocamento de DA provocou apenas um aumento em Y , no curto prazo, mantendo-se π constante em $\pi(o)$.

Suponha agora que Y^* corresponda a renda de pleno emprego e que a linha vertical que se origina em Y^* seja uma curva de Philips ampliada pelas expectativas. Supondo-se um período de tempo maior, médio ou longo prazo haverá uma pressão sobre preços e salários de tal modo que os agentes alteram suas inflação provocando expectativas inflacionárias e deslocamento IA_0 para IA'_1 . Neste caso, os preços se elevarão ao longo de DA' , a renda cairá para \bar{Y}^0 e os preços se elevarão em consequência π_0 se elevará para π_1 . Consideremos agora o efeito de uma política monetária mais rígida. Suponha que a renda esteja em \bar{Y} , a taxa de inflação é π_0 que o Banco Central decida reduzir a taxa de inflação para π_0 para π_1 . Para tanto de acordo com o gráfico 9, terá como meta instrumental elevar a taxa de juro real de

$r(\pi_0)$ para $r(\pi_1)$, o que conseguirá determinando uma redução na oferta monetária de M_{po} para M_{p1} , o que provocará um deslocamento de DA para DA' , estabelecendo um valor de renda Y_1 menor que \bar{Y} . A variação de MP portanto dependerá das condições da economia que permitam atingir a taxa de juro $r(\pi_1)$, ou seja é endogenamente determinada.

Figura 9



Ao nível de renda Y corresponde acima nova linha de demanda agregada a esquerda de DA ou seja DA' . A médio ou longo prazo como Y_1 é menor que \bar{Y} , os preços

tenderão a cair o que levará a um deslocamento de IA para IA', fazendo a renda retornar ao nível de pleno emprego e a inflação cair para π_1

2. O EQUILÍBRIO NO MERCADO MONETÁRIO

Em quais condições o Banco Central pode determinar a taxa de juro real da economia, tendo em vista, por exemplo, atingir uma meta inflacionária? A condição mais geral para que isto aconteça é a de que o ajustamento na renda seja mais veloz que o ajustamento nos preços, ou no caso extremo que a renda se ajuste imediatamente e os preços sejam rígidos.

Consideremos a equação de equilíbrio no mercado monetário

$$\frac{M}{P} = L(i, y)$$

onde $\frac{M}{P}$ corresponde a oferta monetária real (sendo indiferente, que $\frac{M}{P}$ seja ou não sensível a taxa de juro) e i a taxa de juro nominal.

Ora, o problema é o de se determinar a taxa de juro real, r , ou seja $r = i - \pi^e$, sendo π^e taxa de inflação esperada; teremos assim o equilíbrio no mercado monetário dado por

$$\frac{M}{P} = L(r + \pi^e, y)$$

Alterações em M , oferta monetária nominal, terão como consequência que o nível de preços e as expectativas inflacionárias se alterarão. Para explicar como isto se dá

consideremos inicialmente a situação em que os preços são absolutamente rígidos agora e no futuro. A equação acima deverá ser reescrita tal que

$$\frac{M}{P} = L(r, y)$$

com P constante e as expectativas inflacionárias eliminadas. Suponha agora que a economia esteja em uma situação na qual o equilíbrio monetário pode ser expresso por

$$\frac{M_0}{P} = L(r_0, y_0)$$

e que M seja elevada para M_1 de tal modo que teremos

$$\frac{M_1}{P} > L(r_0, y_0)$$

Não há mais equilíbrio; havendo três formas de o mercado retornar ao equilíbrio: uma redução muito grande na taxa de juro elevando a quantidade demandada de ativos monetários; ou alternativamente a renda se elevar, absorvendo o adicional do dinheiro criado; ou ainda uma combinação das alternativas anteriores. Ao ajustar a oferta monetária, o Banco Central determinara a taxa de juro real, através de modificações do equilíbrio dados pelas funções IS/MP.

Consideremos agora que uma situação mais realista com alguma flexibilidade de preços, terá duas conseqüências:

- conforme M aumentar os preços aumentarão, fazendo com que $\frac{M}{P}$ cresça, porém menos que na situação em que P era absolutamente rígido.

- pelo fato de que a flexibilidade de preços não é absoluta o aumento de $\frac{M}{P}$ fará com que se gerem expectativas inflacionárias.

Neste caso a situação de equilíbrio no mercado monetário passa a ser descrita por $\frac{M_o}{P_o} = L(ro + \pi_o^e, y_o)$

A partir desta situação teríamos as mesmas possibilidades de reajuste colocado anteriormente: aumento da demanda de ativos monetários; crescimento da renda ou uma combinação das duas alternativas.

Caso houvesse absoluta e imediata flexibilidade de preços (nova macroeconomia clássica), uma mudança na oferta monetária não alteraria nem a oferta nem a demanda por encaixes monetários reais, alterando a taxa de juro nominal mas mantendo-se constante a taxa de juro real, não havendo nenhum movimento ao longo da função IS e a renda permanecendo constante.

3. POLÍTICA MONETÁRIA E INFLAÇÃO NO LONGO PRAZO

Um dos pressupostos do modelo de regras monetárias é que a política monetária é um determinante crucial da inflação no longo prazo. Supondo-se uma política monetária frouxa, agora, quando a renda está no seu nível potencial, isto terá como consequência, taxas inflacionárias elevadas no longo prazo. Se, na mesma situação, a política inflacionária é rígida o oposto acontecerá.

Outro ponto ressaltado no modelo, sobre a relação entre o Banco Central e a inflação, é de que a política monetária não afeta nem a renda nem a taxa de juro real ao longo prazo. A renda iguala sua taxa natural e a taxa de juro real iguala a taxa que estabelece o equilíbrio no mercado de fundos emprestáveis quando naquele

nível de renda. Ou seja, a taxa de inflação será aquela capaz de fazer que IS e MP se interceptem no ponto em que $y = \bar{Y}$.

Consideremos o seguinte exemplo a denominada regra de Taylor, que estabelece uma política que consiste em alterar a taxa de juro nominal de curto prazo em resposta a desvios da inflação de sua meta preestabelecida e/ou desvios da renda em função de sua taxa natural de crescimento.

Tal regra é dada algebricamente por

$$i = \pi + g y + h(\pi - \pi^*) + r^f$$

na qual y é o desvio percentual da PIB de seu valor potencial: i é a taxa de juro nominal medida em pontos percentuais e π é a taxa de inflação também medida em pontos percentuais. Os parâmetros π^* , r^f , g e h são todos positivos sendo que Taylor em seu experimento estabeleceu o valor de 0,5 tanto para G como para h (Taylor, 1909, p.47). Assim a taxa de juro responde a um desvio de inflação de uma meta π^* e a desvios do PIB de seu nível potencial. Quando a inflação aumenta a taxa de juro nominal se eleva mais do que a taxa de inflação; quando o PIB real se eleva em relação ao PIB potencial, a taxa de juro também aumenta em maior proporção. O intercepto $r^{(f)}$, nesta relação é a taxa de juro real implícita na função de reação do Banco Central. O Banco Central atua de modo a afetar a taxa de juro nominal por operações de mercado aberto que alteram a oferta monetária. Suponha que a variação do PIB em seu valor potencial é 0, definindo-se a taxa de juro real de longo prazo por r^* esta deverá ser igual a $i - \pi = r^*$

Dado que $r = i - \pi$, podemos estabelecer a regra de Taylor em termos de r , ou seja:

$$r^* = r^f + g y + h (\pi - \pi^*)$$

Manipulando-se a equação acima, pode-se estabelecer o valor de π , isto é, a taxa da inflação compatível com os parâmetros estabelecidos acima, especialmente com r^f , ou seja, a taxa de juro implícita na função de reação do banco central

$$\pi = \pi^* + \frac{r^* - r^f}{h} - \frac{gy}{h}$$

Como se supõe no modelo que $y = \bar{Y}^*$ e que portanto y igual a zero, temos

$$\pi = \pi^* + \frac{r^* - r^f}{h}$$

Esta equação significa que se o Banco Central estabelecer um r^f supostamente igual a taxa de juro de longo prazo r^* a taxa de inflação efetiva π seria igual a taxa de inflação desejada ou a meta inflacionária π^* . Significa, de outro lado, que se a escolha do r^f não é adequada, ou seja diferente de r^* , a taxa de inflação efetiva será maior ou menor que a taxa de inflação desejada ou seja, π^* . Suponha, por exemplo, que em função de um aumento da proporção do gasto público no PIB, r^* aumenta e que o Banco Central não altere o valor de r^f . Neste caso o valor de π será maior que π^* . Por exemplo, se o Banco Central julga que a taxa de juro real de juro deve ser 2%, quando na realidade r^* supondo-se $h=0,5$ é 3%, aplicando-se a fórmula anterior temos que π será 2% maior do que π^* . A consecução da meta π^* , implica obviamente por parte do Banco Central, em uma elevação ao valor de r .

Taylor observa que “tal erro no entanto não resultará em alterações contínuas em π como resultaria de uma política que fixasse uma taxa de juro real acima ou abaixo da taxa de equilíbrio r^* . Quanto maior o parâmetro de reação h , menor o impacto de uma mudança no equilíbrio real sobre a taxa média de inflação de longo prazo” (Idem, p.52). A utilização de regras de política monetária tal como formulada acima se justificaria, segundo Taylor, não só por que levaria a taxas reduzidas de inflação, mas por que com sua utilização, a economia americana melhorou bastante sua

performance, ao longo do ciclo econômico, com duas longas expansões econômicas separadas por duas recessões suaves.

V. UMA AVALIAÇÃO CRÍTICA DO MODELO DE REGRAS

Tanto no modelo de política econômica monetária analisada no item 3, como também no modelo Romer-Taylor de curto prazo pode-se verificar que a variável instrumental é a taxa de juro de curto prazo. No entanto, no modelo Romer-Taylor de longo prazo são introduzidos supostos que justificam a utilização do modelo de regras como uma diretriz de para a ação do Banco Central, estável a longo prazo.

Considerando-se o modelo IA – DA, vemos que um suposto básico é uma curva de oferta determinada em \bar{Y} , e que dadas curvas DA e IA se estabelecerá um valor de Y efetivo que pode ser maior ou menor que \bar{Y} , e que nestes dois casos há um ajustamento ao longo de DA, através de um “efeito preço” até o ponto em que Y seja igual a \bar{Y} . A idéia a que se quer chegar através de tal análise é de que embora os “encaixe nominais” sejam endógenos” existe apenas um nível de encaixe que corresponde ao equilíbrio e que é determinado exogenamente. Assim para qualquer decisão de política monetária de curto prazo, teremos um único valor de equilíbrio de encaixes reais de longo prazo.

Deste raciocínio decorre que a política monetária pode ter liberdade a longo prazo para determinar o valor da inflação mas não da renda efetiva de longo prazo que será \bar{Y} . A partir deste ponto pode-se controlar a taxa de juro no sentido de obter-se, pôr exemplo, uma certa taxa de inflação. Garante-se assim para as autoridades monetárias a possibilidade de estabelecerem uma meta inflacionária e de atingi-la sem que isto implique em qualquer alteração na renda de longo prazo da economia. Na verdade, as coisas não são tão simples como podem parecer. O modelo supõe que o ajuste através do efeito preço ocorre a longo prazo, enquanto definem uma oferta agregada, dada, por \bar{Y} como tendo um valor fixo, o que de alguma forma só

pode ser verdadeiro a curto prazo. Pôr que seu valor não se alteraria ao longo do tempo (longo prazo) em que estão se dando os ajustes dos encaixes nominais ao longo de DA?

Ora, existem uma série de fatores que podem alterar o valor de \bar{Y} , ou seja alterar o nível de renda pleno emprego, e em conseqüência o NAIRU: taxa neutra de desemprego composição da força de trabalho, elevação exógena dos preços internacionais; mudança no escopo e duração do seguro desemprego, alteração na legislação relativa ao processo de despedida e contratação da mão-de-obra, etc., o que torna difícil senão impossível a previsão do valor futuro de \bar{Y} ou do NAIRU. Mesmo que isto fosse possível, como se chamou atenção no item 3, a política monetária não tem sempre condições de controlar a economia real de maneira precisa. Vale neste caso a observação de Robert Solow (1999) “a manutenção do desemprego próximo a sua taxa neutra (NAIRU), pode requerer ações discricionárias freqüentes do Banco Central para compensar os choques de demanda e oferta agregadas, como também qualquer choque de oferta que não altere a taxa neutra de desemprego”(p.7).

A garantia oferecida pelos modelo de curto prazo de que há um equilíbrio no sistema vai permitir que o “modelo de regras” invoque o princípio de que a política a ser seguida ao longo do tempo, deve ser aquela que crie as condições mais adequadas para que a economia encontre sem sobressaltos o seu inevitável equilíbrio de longo prazo. Essa trajetória de longo prazo seria dada a partir de uma fórmula (a fórmula de Taylor, pôr exemplo), a qual incorporaria as condições que tornariam esse caminho mais fácil e menos turbulento.

O que segue agora é uma avaliação crítica da fórmula acima que complementarás as observações relativas ao chamado curto prazo. Para tanto se utilizará como ponto de referência um modelo de economia monetária chamada “economia de overdraft”, ou seja uma economia em que a endogeneidade da moeda depende o da própria lógica do sistema e não da existência de certas circunstâncias conjunturais. Tal modelo tem

a virtude de incluir explicitamente o processo de financiamento como a condição de entrada da moeda no sistema econômica. Para caracterizar uma “economia de overdraft consideremos um sistema econômico composto de empresas, bancos, assalariados e Banco Central. A definição de overdraft foi dada por Keynes (1973, p.36) como “um arranjo com um banco de que uma conta pode estar em débito a qualquer momento em um valor que não exceda um determinado número, ou seja, o juro pago com base não no valor do débito máximo estabelecido, mas com base no débito médio efetivo”.

Neste contexto as firmas tem condições de obter uma quantidade desejada de crédito para levar a frente a produção como também para atividades especulativas. Os bancos são os fornecedores de liquidez na forma de empréstimos a uma margem escolhida aplicada sobre a taxa básica colocada pelo Banco Central. Os assalariados suprem sua força de trabalho contra os pagamentos de salários pelas firmas. Consolidando as transações entre as firmas, o fundo de salários incluindo aqui lucro normal, é igual a liquidez criada. Os assalariados usam parte da liquidez na compra de bens de consumo, poupando o restante. O componente mais líquido desta poupança representa a mudança no estoque de moeda da economia. Pode-se dizer em resumo que o estoque de dinheiro é decorrente do crédito e determinado pela sua demanda. Observa-se que o crescimento do estoque monetário é residual ao processo econômico e, portanto, não pode ser utilizado para o controle de variáveis econômicas como inflação, produto e emprego, ou como observa Charles Goodhart, “ele é antes o efeito do que a causa do crescimento dos preços e do emprego” (Goodhart, 2001, os.14-16).

Na economia acima descrita, quando um ciclo produtivo é completado, os bancos devem obter de volta o fluxo de crédito por eles criados mais a taxa de juro correspondente aos serviços prestados, ao mesmo tempo em que as firmas terão realizado seus objetivos produção e especulação. Acontece, no entanto, que se o dinheiro existente na economia for simplesmente igual ao fundo de salários, fica por determinar de onde sairá o dinheiro para as firmas remunerarem os juros bancários.

Uma hipótese para explicar este fato seria a de que no processo de circulação das mercadorias ou seja vendas diretas e indiretas das mercadorias, que ocorreriam ao longo do ciclo produtivo, os bancos estariam provendo liquidez adicional capaz de cobrir os juros bancários. Neste processo as firmas podem querer capturar uma parte maior do renda através do aumento de seus preços de venda, de tal modo a reduzir de uma redução do salário real, a parte destinada aos assalariado e o efeito negativo em seus lucros decorrente do pagamento dos juros. Este processo típico de uma inflação de custos se constituirá em um outro elemento de pressão para que haja um aumento na oferta monetária.

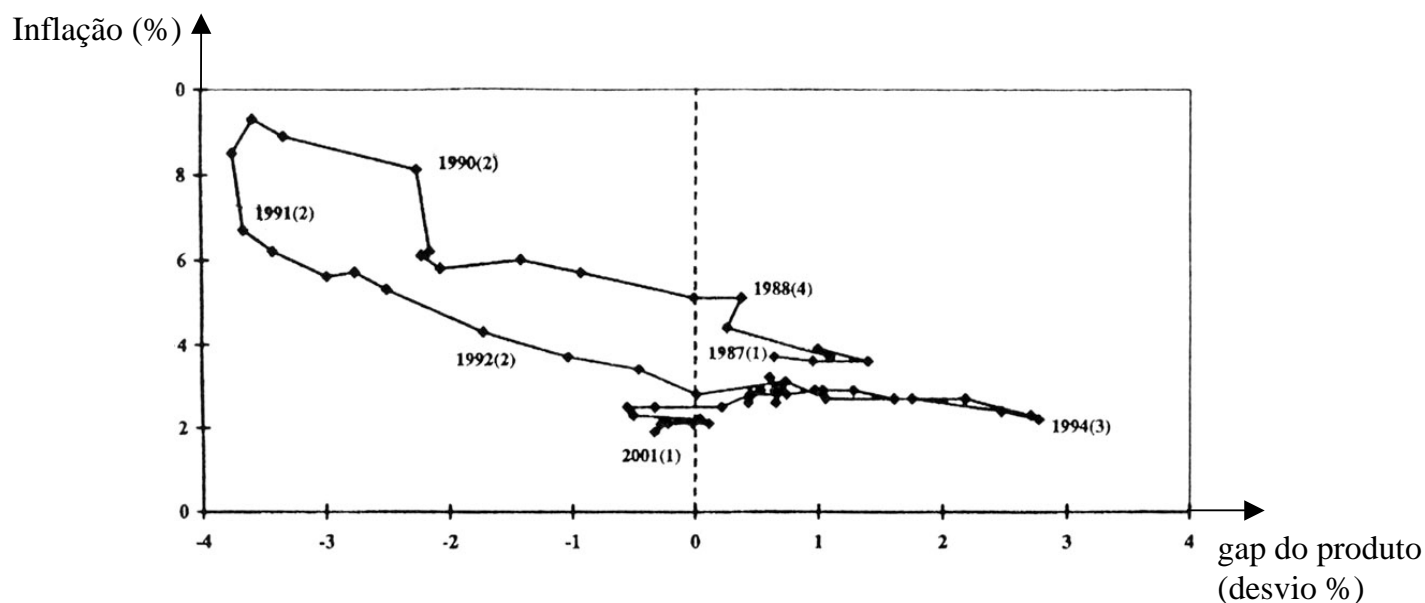
Esta análise, no entanto, coloca uma questão importante ao retomar o problema de causa e efeito na determinação da oferta monetária:

a política monetária responde às variações na demanda agregada estejam elas determinando rendas maiores ou menores do que a renda potencial, ou seja determinando inflação ou deflação, ou ao contrário a autoridades monetárias podem determinar um “gap” de produto, por exemplo ao antecipar-se no horizonte um processo inflacionário e impor uma política monetária restritiva?³

A resposta a esta questão coloca uma primeira crítica aos pressupostos do modelo de regras, na medida este considera válida a primeira hipótese, ou seja, de que as variações nas taxas de juro deverão responder às flutuações na demanda agregada em torno da tendência do produto potencial da economia. Uma avaliação empírica realizada por Paul Dalziel (2002, ps.519 e seguintes) pode oferecer uma crítica a essa hipótese. Tomando como base dados trimestrais para a economia britânica, ele estabeleceu uma relação entre taxas de inflação e gaps do produto em relação ao produto potencial. Para tanto estimou o produto potencial da economia de cada ano (para o período 1987-2001) com base nos 40 anos anteriores e nos 10 anos posteriores, utilizando o filtro Hodrick-Prescott.

³ Sobre tal possibilidade ver Hall e Liebeman, 2003, p. 401.

Figura 10



Os resultados aparecem na figura 10, que mostra que até 1988, (primeiro trimestre) tanto a inflação quanto o produto real cresciam a 4% ao ano. A partir deste ano o crescimento do produto aumenta para 5%, levando a economia a apresentar em 1990 um gap positivo de produto de 2% e uma inflação em torno de 9%. Uma desinflação ocorreu em 1993 passando sua taxa para 3%, que correspondeu a um gap negativo de produto de 1%. Nos sete anos seguintes a inflação fica em regra entre 2 e 3%, enquanto o gap do produto ficou entre -0,6 e 1,0%.

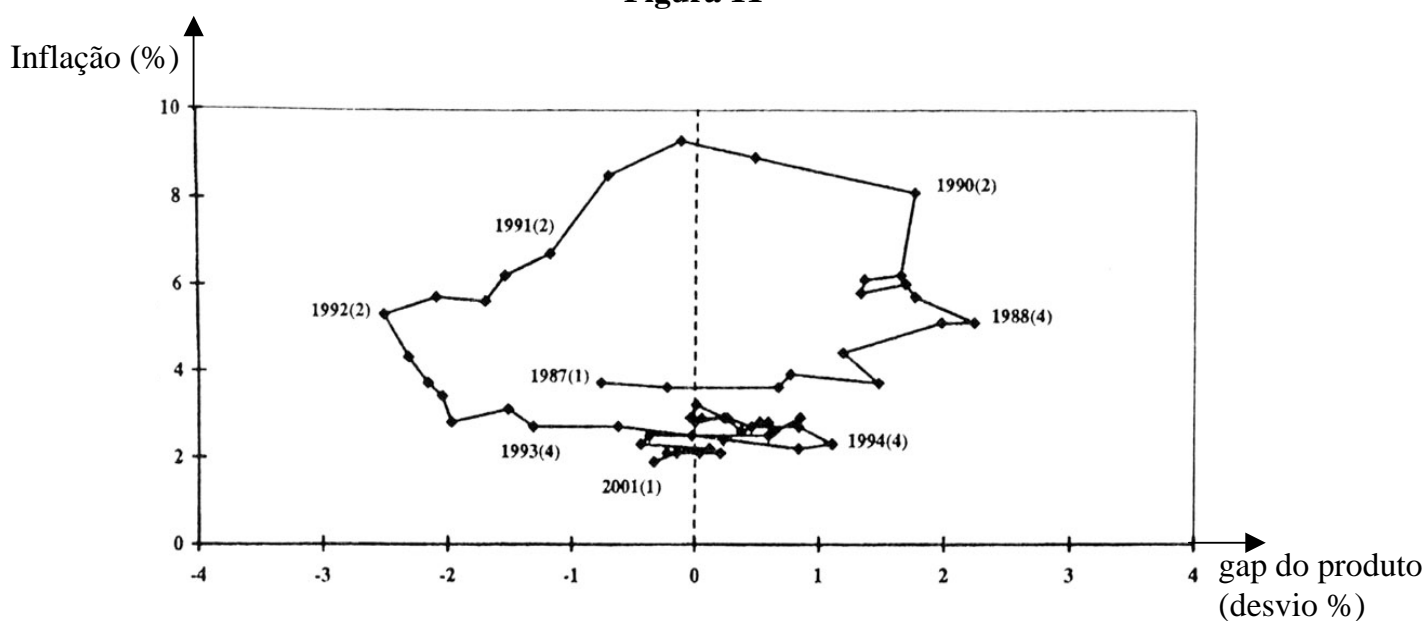
Através de uma pequena adaptação (substituindo-se y no eixo horizontal pelo gap de produto) pode-se obter um gráfico que confirma a relação IA/DA, dada anteriormente. Supondo-se que para o Reino Unido temos uma taxa de inflação esperada de 2,5% e que ao gap de 1,5 a inclinação de IA torna-se positiva, excetuando-se o período de 1990 (3º trimestre), a DA tem uma inclinação negativa

refletindo o fato de que o Banco da Inglaterra aumentou ou diminuiu a taxa de juro conforme o gap seja positiva ou negativa.

Ocorre, no entanto, uma outra possibilidade de se avaliar as variáveis acima consideradas. Ao contrário de se determinar o produto potencial, para um dado ano, usando-se dados de 50 anos (40 anos antes e 10 anos depois), como no primeiro experimento. Para determinação do gap de um determinado trimestre, na realidade as autoridades monetárias só podem fazer esta medida usando os dados digamos dos 40 anos anteriores, de tal ano o que Dalziel identifica como “contemporary out-put gap”. Este segundo tipo de medida revela um padrão bastante diferente do primeiro experimento.

De acordo com a figura 11 abaixo, os dados mostram que a inflação não se ajusta, de acordo com o esperado, conforme se altera o “gap” do produto, mas antes sugerem que o gap do produto, se ajusta “ex post” pela ação do banco Central. Ou seja, a inflação em 1990 (4) encontrava-se em seu pico, aproximadamente 10%, para um gap negativo de produto de 3%. Ora esta constatação indica a possibilidade de processos inflacionários que podem decorrer de choques de custo ou de conflito distributivo.

Figura 11



Em tal situação “estes dados não mostram como a inflação se ajusta a um gap de produto, como na situação anterior, mas antes sugerem como o gap do produto é ajustado a uma inflação (que se antecipa) pela função de reação do Banco Central “(Dalziel, 2002, p.520). Tais números indicam uma visão menos otimista que na primeira análise, a respeito das possibilidades da administração da demanda. O produto estava quatro pontos percentuais abaixo do seu potencial, enquanto a inflação atingia seu pico.

Além disso como mencionado anteriormente, na análise de uma “economia de overdraft” diante da possibilidade de conflito entre bancos, firmas e assalariados cada um desde agentes podendo estabelecer um mark-up ou um salário mais favorável, como poderia o Banco Central garantir que uma taxa de juro ideal iria se estabelecer nos mercados financeiros e monetários? Os bancos poderiam livrar-se dessa limitação ou emprestando do setor não bancário ou estabelecendo arranjos de créditos entre eles ou ainda emprestando do próprio Banco Central pela “janela do redesconto”. Sobre isto observou Charles Goodhart (1989b).

“Os agentes dos bancos centrais, quase sempre se vêem incapacitados de negar as reservas requeridas pelo sistema bancário, e se dispõem a determinar apenas a taxa de juro de tais empréstimos, com a quantidade de dinheiro determinada pelas preferências de portfolio do setor bancário e não bancário” (citado em Lavoie, 1992,p.170).

Outros analistas chamam atenção que o fato de que a “janela do redesconto” não ter sido fechada mesmo depois de tantos anos de política monetária restritiva dos bancos centrais mostra a impossibilidade destes abandonarem sua atividade de prestador em última instância. Em larga medida “não há uma diferença de economias com um sistema puro de overdraft, em que os bancos estão sistematicamente indvidados com o Banco Central e os chamados de “modelos de mercados”, onde os bancos comerciais ocasionalmente emprestam do Banco Central se valendo mais de operações de “open market (Cf. Lavoie, 1992,ps.181)”.

De outro lado deve-se reconhecer que estes fatos não eliminam a possibilidade de um razoável controle pelo banco central do mercado monetário. Porém, este controle deve ser exercido por variações drásticas na taxa de juro o que não é objetivo de uma “política de regras”, de maneira mais específica de metas inflacionária que presuppõe um “fine-tuning” da economia. Sobre isto observa Nicholas Kaldor:

“Mudanças relativamente moderadas nas taxas de juro podem não ter efeitos certos e previsíveis sobre os gastos de consumo ou o gasto das empresas ... apenas mudanças drásticas e espetaculares nas taxas de juro podem ser capazes de exercer uma influência efetiva sobre os gastos de capital (Kaldor, 1964, ps.132,134).

O fato de o modelo de “regras, como exposto anteriormente, requerer uma taxa de juro de equilíbrio de longo prazo que teria um papel crucial na determinação da taxa de juro compatível com uma determinada meta meta, é outro ponto discutível. Ao lado da dificuldade acima mencionada de se fazer coincidir a taxa desejada de juro com a taxa de equilíbrio ou natural, sinônimo de produtividade de capital, seguindo Keynes(1936, cap.12), podemos admitir que a taxa de juro de longo prazo é um dado histórico convencional e que a taxa de retorno depende das expectativas de lucros e portanto independe em boa parte das condições tecnológicas. De outro lado a taxa de retorno não pode ser considerada independente da taxa básica de juro na medida em que esta influência a determinação da taxa de retorno dos projetos de investimento.

Finalmente e não menos importante, é a hipótese do “modelo de regras” de que no longo prazo o dinheiro é neutro. Esta hipótese se mostra claramente no “gap” de produto, na regra de Taylor e na identificação conseqüente da tendência secular do produto com o produto potencial. Decorrem dessa hipótese que “a) o nível do produto real e do emprego é determinado pelo lado da oferta; b) que a oferta de capital bem como a taxa de progresso técnico não são influenciados significativamente pela trajetória da demanda agregada. Neste contexto tudo que a

política monetária pode fazer a longo prazo (seu papel estabilizador não é negado a curto prazo) é determinar a taxa de inflação. No nível agregado, isto significa que uma “taxa de desemprego não aceleradora da inflação (NAIRU) existe e é independente do nível da demanda agregada”(Fontana e Palácio-Vera, 2002, ps.562-3).

Esta suposição, no entanto, pode ser submetida a muitas críticas, se admitirmos que o valor do estoque de capital em uma economia depende de um processo de acumulação de capital que por sua vez depende do investimento. Como as decisões de investimento decorrem do custo capital e este pôr sua vez da taxa básica de juro determinada pelo Banco Central, a política monetária, na realidade; deverá afetar a taxa de crescimento potencial da economia e em conseqüência o NAIRU. Assim à uma economia com taxas inflacionárias elevadas, a imposição de uma meta inflacionária, deve corresponder uma taxa de juro real mais alta para a estabilidade ser mantida. Isto levaria a taxas de crescimento do produto potencial menores do que em uma economia com menor viés inflacionário.

Esta constatação torna bastante criticável a hipótese dos modelos em análise de que a política monetária é neutra a longo prazo e assim não afeta o crescimento a longo prazo da economia. A hipótese da neutralidade implica que exista sempre um produto potencial \bar{y} , ao qual corresponde uma taxa de juro neutra, no longo prazo. Tais valores seriam independentes de quaisquer modificações da taxa juro de curto prazo, e portanto independentes de variações na demanda agregada enquanto dependente desta taxa.

A pequena plausibilidade teórica de tal hipótese pode ser demonstrada não apenas em uma análise dinâmica do processo de acumulação de capital como a anterior, mas também em um modelo de equilíbrio geral como fazem Akerloff e Yellen (1985). Em seu discurso de aceitação do prêmio Nobel de Economia, Akerloff (2002) observou que um dos seis problemas não resolvidos pela teoria econômica diz respeito ao problema da efetividade da política monetária; (para os novos

clássicos não é efetiva a curto e a longo prazo ao passo que para os novos Keynesianos apenas no longo prazo). A inadequação dessas conclusões foi demonstrada pôr ele e Janet Yellen no contexto de um modelo em que supuseram que alguns líderes de preços seguem uma “regra intuitiva”(Rule of thumb) ao manterem os preços constante diante de um choque de demanda, causado, por exemplo, por uma mudança na oferta monetária. Mostram que as perdas das firmas decorrentes desta decisão de não reajustar os preços à uma variação da oferta monetária são de segunda ordem (pequenos), enquanto o efeito sobre a renda de um choque monetário na economia é de primeira ordem (grande) em relação ao tamanho do choque. Esses autores identificaram tal estratégia como “quase racional”, desde que as perdas decorrentes de uma não otimização são de segunda ordem.

A lógica do porque uma rigidez de preços pode tornar efetiva a política monetária é a seguinte. Em uma situação de competição monopolística uma função de lucros de uma firma pode ser obtida a partir da segunda diferencial em termos de seu preço. Em conseqüência, qualquer desvio do preço de maximização é pequeno ou de segunda ordem em relação ao tamanho dos desvios. Mas se supusermos que os desvios do ótimo de um grande número de firmas forem similares –a mudança o valor dos encaixes reais (a oferta monetária deflacionada pelo nível de preços) se altera pôr um valor de primeira ordem em relação a uma situação de quase otimização de preços. Ou seja “uma mudança de primeira ordem no valor dos encaixes reais pôr sua vez, causa mudanças de primeira ordem, na demanda agregada no produto e no emprego”. (Idem, p.417)⁴.

⁴ A demonstração matemática desta conclusão é dada pelo “teorema do envelope. Considere a maximização de uma função $f(x,a)$ em que x é a variável de decisão e a é uma variável exógena. Considere que $x(a)$ é a única escolha de maximização de x , sendo dada a , e que $M(a) = f(x(a),a)$ denota o valor máximo de f , dado a . A diferenciação total de $M(a)$ resulta em

$$\frac{d(M(a))}{da} = \frac{df(x(a),a)}{Dx} \cdot \frac{Dx(a)}{Da} + \frac{Df(x(a),a)}{\partial a}$$

Ao contrário, se os agentes econômicos mesmo que apenas a longo prazo (como querem os novos Keynesianos) pudessem antecipar perfeitamente as variações trazidas pelas variações monetárias nos preços e salários, estes se ajustariam em proporções idênticas a aquelas variações, deixando o emprego e o produto constantes.

Na realidade a evidência empírica a favor desta última hipótese é inadequada e é sujeita a uma série de críticas. Pôr exemplo, Taylor alega que “uma política monetária que produzisse uma inflação elevada não levaria necessariamente à baixas taxas de desemprego (1999, p. 31). Apresenta como evidência desse fato valores de taxa de inflação e desemprego para diferentes anos da economia dos EUA (dados abaixo), e que corresponderiam as mesmas fases do ciclo econômico, (a renda efetiva sendo igual a renda potencial). Estes números mostrariam que a taxa de desemprego se manteve em sua taxa natural (6%) enquanto a inflação variou de 1,6% a 9%

	Taxa de desemprego	Taxa de inflação
1963	5,7	1,6
1972	5,6	3,4
1978	6,1	9,0
1987	6,2	4,4
1994	6,1	2,7

Como a condição de primeira ordem para um máximo requer

$$\frac{\partial f(x(a))}{\partial a} = 0, \text{ teremos } \frac{d(M(a))}{da} = \frac{df(x(a)a)}{dx} \cdot \frac{Dx(a)}{\partial a}$$

“Em outras palavras, “o teorema do envelope estabelece que na margem, a mudança na função objetiva causada pôr uma mudança em a é a mesma quer o agente ajuste x otimamente ou não. O comportamento inercial é virtualmente sem custos”(Akerloff e Yellen, 1985, p. 709).

A partir de tais números, no entanto, não se pode estabelecer que a política monetária tenha sido necessariamente a causa da inflação ao se considerar a possibilidade de uma série de choques de custos nesse período de trinta e um anos.

Pode-se assim, tomar 6% como uma taxa natural de desemprego como pressupõe Taylor? Para James Galbraith (1999) há claras razões para não fazê-lo. Utilizando-se de um diagrama de dispersão de valores anuais de taxas de desemprego e inflação, para o período 1960-1994, determinou médias móveis mensais para doze meses, relacionando essas variáveis. Os números mostraram que quando o desemprego caiu a inflação subiu, mas sem nunca estabelecer uma relação vertical no mesmo ponto. Concluiu daí que a taxa de desemprego aceleradora da inflação (AIRU), se desloca: 3,5% em 1969, 5% em 1974 e 6% em 1979. Mas desde 1982 o AIRU caiu muito rapidamente, sendo que para os anos de 92 a 95 não se observa nenhuma aceleração da inflação para qualquer redução da taxa de desemprego. Não se pode saber agora onde se encontra o AIRU, e se ele ainda existe, mas 6% é implausível diante da evidência presente (ps.65-6).

Robert Solow, (1999) pôr sua vez analisou uma série de trabalhos econométricos relativos a economia americana para mostrar que o conceito de NAIRU é empiricamente impreciso. Citando Staiger, Stock e Watson (1997) observa que a principal conclusão desses autores é que o NAIRU é estimado imprecisamente: um típico intervalo de confiança de 95%, para o ano de 1990 estabelece os valores de 5,1% a 7,7%. Esta imprecisão ocorre, quer a taxa natural seja modelada como uma constante quer como uma função mudando lentamente ao longo do tempo, como um “random Walk” não observado; ou uma função de vários fundamentos do mercado de trabalho”. Solow cita ainda Robert Eisner para quem a curva aceleracionista aparece como uma relação econometricamente válida apenas para as taxas de desemprego acima de seu valor neutro. Ou seja quando a taxa de desemprego está acima de 6% a inflação desacelera, mas não há evidência de que taxas baixas de desemprego sejam acompanhadas de uma aceleração inflacionária (ps.14 e 15).

O problema que se coloca então é o seguinte: faz sentido estabelecer se regras identificando valores precisos para as metas de taxas de juro diante de conceitos tão imprecisos? De qualquer maneira não deixa de ser estranho que na falta de evidência a favor dos conceitos que sustentam uma “política de regras” o procedimento usual, inclusive para efeitos de política econômica, tenha sido o de se tomar posições diametralmente opostas às evidências contrárias às hipóteses de tal política.

VI. CONCLUSÕES

O modelo de regras, tal como analisado, é um desenvolvimento das análises de Kydland e Prescott (1997), em relação as quais, diga-se em seu benefício, abandonou a hipótese de ajuste imediato de preços, mantendo porém a idéia de um ajustamento racional a longo prazo.

Kyland e Prescott introduziram o conceito de “inconsistência temporal” ao argumentarem que a existência de uma “curva de Philips ampliada pela expectativas” se constituía em uma tentação para as autoridades monetárias, que para atingir objetivos de crescimento e emprego procurariam surpreender o setor privado com uma inflação não antecipada. No entanto, como os agentes seriam racionais logo passariam a antecipar a inflação, aumentando seus preços de tal maneira que a expansão monetária teria como único efeito criar um processo inflacionário sem aumentar a renda e o emprego.

De outro lado, Barro e Gordon (1983) desenvolveram idéia que a adoção de uma regra eliminaria dos bancos centrais a possibilidade de privilegiar o curto prazo, argumentando ainda que uma regra poderia ser reativa ao permitir a criação de uma “reputação” para as autoridades monetárias de modo a produzir menos inflação em “jogos repetidos”. Porém o próprio Taylor é cético quanto a possibilidade de uma regra como advogada por Barro e Gordon seja capaz de cobrir todas as

contingências e admite que freqüentemente a política efetiva tende a desviar-se da política indicada pela regra.

Esta afirmação, no entanto, é bastante estranha, observou Benjamin Friedman, pois “a necessidade de se desviar de uma regra simples, em resposta a certas contingências, é exatamente o terreno no qual muitos tem argumentados contra a idéia de se ter uma regra, em primeiro lugar. Se se considera a regra uma simples referência a partir do qual pode-se definir uma certa política não há o que criticar, mas parece não ser essa a idéia quando se define uma regra a partir de hipóteses muito específicas e discutíveis como aparecem por exemplo, na regra de Taylor. Na verdade ficamos com as seguintes situações: podemos argumentar a favor da literatura da inconsistência temporal ou podemos defender uma regra flexível no espírito do argumento das contingências, mas as duas alternativas não são as mesmas e é errado apelar para as duas alternativas simultaneamente”(Friedman, 1999,p.61).

Além disso pode-se considerar que a idéia de “inconsistência temporal” foi muito enfraquecida nas últimas décadas. Há 20 anos, quando a inflação crescente era o principal problema dos países industrializados, a literatura da inconsistência temporal advogava que isto decorria de políticas monetárias discricionárias. No entanto, esses países, inclusive os EUA, conseguiram controlar muito bem, tal processo, sob as mesmas condições institucionais, inclusive a discricção que era apontada pela literatura da inconsistência como a fonte do problema.

No mesmo espírito da crítica e Benjamin Friedman, Allan Blinder (1998) considera que tais “regras” “não são realmente regras, mas antes objetivos que podem demandar um grande grau de discricção para serem atingidos. Um governo que queira estabilizar a inflação em 2% não pode substituir seu banco central pôr um computador e jogar fora a chave. Alcançar tal meta e conservá-la requer certamente julgamento humano e adaptação para circunstância mutáveis – ou seja discricção”. (p.37)

Diante dessas críticas deve-se aceitar então a observação de Benjamin Friedman de que toda a literatura sobre “inconsistência temporal” “reputação e regras” do Banco Central teve como única consequência “meramente prover novas palavras para descrever o que o nosso Banco Central , em sua sabedoria, vem fazendo em todos esses anos”. (1998, p.63)?

A conclusão de Benjamin Friedman seria perfeita, se deixássemos de lado a constatação que o modelo regras contribuiu para que se retomasse de maneira mais realista o processo de intervenção dos bancos centrais na economia, ao mostrar que eles devem centrar-se no controle da taxa de juro de curto prazo e não no controle dos agregados monetários como reservas ou meios de pagamentos. De outro lado ao tentar estabelecer limites a tal discricção ao definir parâmetro de longo prazo de natureza discutível (taxas naturais de crescimento, taxa de juro natural, NAIRU etc.), enfraqueceu a sua contribuição crítica às práticas monetaristas convencionais.

A análise realizada procurou mostrar assim a inconsistência do “modelo de regras” quando pautado pôr tais parâmetros e que uma regra mais adequada seria aplicar o julgamento humano em situações econômicas específicas, que não podem ser definidas de maneira apriorística. A alternativa crítica aqui considerada foi a de se tomar o dinheiro como unidade de conta condição essencial para a realização de um processo produtivo que se baseia em um encadeamento de créditos, tendo como determinante em última instância a ação do Banco Central. Como este, no entanto não controla diretamente uma oferta monetária exógena, pode apenas indiretamente ter controle sobre o sistema monetário. Neste processo, o poder do Banco Central reside basicamente no controle das taxas de juro de curto prazo, e através delas pode determinar um preço mínimo dos ativos mediante a redução da taxa de juro de curto prazo. Porém mesmo uma decisão como esta pode ser problemática em certas circunstâncias. Consideremos pôr exemplo a situação atual da economia americana que se encontra estagnada. Embora o FED tenha tido sucesso em reduzir sucessivamente a taxa de juro de curto prazo (desde 2001 até agora já reduziu treze

vezes o seu valor), e o anúncio de um novo corte ajudou a derrubar o juro de longo prazo nos mercados financeiros elevando a aquisição de casas, equipamentos etc., existe um limite para essa redução, uma vez que a taxa de juro já se encontra em um nível baixo de 1% ao ano.

Se ocorrer um processo deflacionário, o FED perderá a iniciativa pois as taxas de juro nominais, não podem cair abaixo de zero tornando impossível continuar reduzindo a taxa de juro real. Uma situação como esta coloca uma outra alternativa para a ação do Banco Central e da política monetária (a qual foi sugerida na conjuntura atual da economia americana por Ben Bernanke). Os Bancos Centrais podem controlar as taxas de juro de prazo mais longo mediante a troca de ativos menos líquidos nas mãos do público e das empresas pôr ativos mais líquidos, de preferência dinheiro. “Em sua forma mais simples poderiam “rodar a gráfica” e imprimir dinheiro para a compra de papéis e dessa forma injetariam liquidez na economia; rendimentos mais baixos para os títulos poderiam estimular o setor empresarial a tomar mais empréstimos e a investir mais, particularmente, se o Banco Central estipular uma meta explícita para o rendimento dos títulos”(Cogan, 2003) .

É verdade que alguns não acreditam que qualquer Banco Central seja capaz de afetar forças deflacionárias (como acontece hoje) em que os pesados níveis de endividamento justificam que empresas e consumidores vão querer ampliar sua poupança, reduzindo a demanda agregada. Apesar desta restrição a adoção de uma estratégia como esta é uma possibilidade, que esta sendo seriamente considerada para a economia americana e identificada como Plano B.

De outro lado, em contexto inflacionário a ação do Banco se dá pela elevação da taxa de juro, reduzindo o investimento, elevando o desemprego e fazendo a demanda agregada cair. Mas mesmo isto não pode não controlar a inflação, a menos que se cause uma recessão tão forte que as empresas decidam que novas elevações de preços afetariam negativamente mais a demanda do que elevariam seus lucros.

Dado que um dos objetivos básicos dos Bancos Centrais seria o de colocar limites mínimos para os preços dos ativos e evitar deflação de ativos, taxas de juros baixas para a economia decorrerão de o Banco Central prover reservas bancárias a um custo reduzido. Mas mesmo esta atividade está sujeita a limitações. Se ele acomodar a oferta de reservas de maneira muito flexível eliminará a chamada disciplina do mercado. Se os depositantes de um banco têm garantia de que as autoridades monetárias não permitirão que o banco “quebre”, não precisam se preocupar com o fato de que se estão obtendo um retorno maior seu riscos também serão maiores. Embora tal argumento seja algumas vezes exagerado, ele apresenta um razoável elemento de verdade. De outro lado, se o banco central coloca um piso para o preço dos ativos, ele pode colocar simultaneamente um teto para tais preços. Se se acredita, como muitas vezes acontece que o “céu é o limite”, a especulação será encorajada e os preços dos ativos subirão. O Banco Central, no entanto, pode limitar tal tipo de comportamento, ao restringir a compra, por unidade sob sua proteção, de ativos que possam estar sujeitos a “booms” especulativos, como ações. Além disso o Banco Central pode agir de modo a limitar a especulação com imóveis, “junk-bonds”, e instrumentos financeiros complexos. Do mesmo modo que podem proibir os bancos de comprarem certos ativos, podem também estimular a compra de ativos com uma função socialmente desejável. Pôr exemplo estimular a concessão de empréstimos sob hipoteca para comprar a casa própria, através da provisão de garantias governamentais. Poderia intervir ainda mediante a redução das exigências sobre os coeficientes capital/débito e reservas/passivos para as unidades que se enquadrem nesse tipo de atividade.

O fato é que tais intervenções ativas das autoridades monetárias vão requerer que aumente o controle sobre as variáveis de política econômica, bem como enunciem regras de caráter geral para o que elas pretendem fazer; o que se distâcia bastante, no entanto, de regras específicas e estáveis baseadas em hipóteses econômicos de caráter empírico duvidoso, como ocorre com o atual modelo de regras.

VII . REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKERLOF, George. *Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior*, The American Economic Review, vol.92,nº 3, ps. 411-433, 2002.

AKERLOFF, G. e YELLEN, Janet. *Can Small Deviations from Rationality Make Significant Differences to Economic Equilibria*, American Economic Review, 1985, 100(5), ps. 708-20, 1985.

BERNANKE,B.S e MISHKIN. *Inflation Targeting: a New Fromework for Monetary Policy*, Journal of Economic Perspectives, 11(2) ps. 97-116, 1997.

BLINDER, Allan. *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge Massachuessets. The MIT PRESS, 1999.

CLARIDA, R; GALI, J; e GERTER,M. *Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory* , Quarterly Journal of Economics, 115 (10, ps. 147-8D, 2000.

COGAN, P. *Se nada mais der certo o FED pode tentar o plano B*, Financial Times, tradução Folha de S. Paulo, 15/06/, 2003.

DALZIEL, Paul. *The Triumph of Keynes-What now for Monetary Policy Research*”, Journal of Post Keynesian Economics, vol.24, nº 4, ps. 511-527, 2002.

DE LONG, B.. *The Triumph of Monetarism?* , Journal of Economic Perspectives, vol.14, número 1, ps. 83-94. 2000.

FONTANA, Guisepe e Palacio Vera A. *Monetary Policy Rules, what are we Learning*, Journal of Post Keynesian Economics, vol. 24, nº 4 , ps. 547-568, 2002.

FRIEDMAN, Benjamin. *Comments on Taylor, 1999*, em Solow e Taylor, 1999, op. Cit.

FRIEDMAN, Benjamin. *Lessons on Monetary Policy from The 1980s*. Journal of Economic Perspectives, vol.2, nº 3, 51-72, 1988.

FRIEDMAN, M e D. Meiselman. *The Relative Stability of Monetary Velocity and Investment Multiplier* in The United States, in “Stabilization Policies” Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1987-1958.

FRIEDMAN, M. *A Program for Monetary Stability*, , New York, Fordham University Press, 1960.

FRIEDMAN, M. *A Theoretical Framework for Monetary Analysis*, Journal of Political Economy, abril 78:2ps.193-238, 1970.

FRIEDMAN, M. *The Role of Monetary Policy*. American Economic Review, março, 58:1 ps.1-17, 1968.

FRIEDMAN, Milton. *Response to Questionnaire on Monetary Policy*, Monetarist Economics, Oxford Base Blackwell, ps. 21-47, 1991.

FRIEDMAN, Milton. *The Quantity Theory of Money*, em J. Eatwell e M. Milgate e P. Nedman, The New Palgrave, vol.4, London, Mc Millan, ps. 3-20, 1987.

GOLBRAITH, *Comments (on Taylor, 1999)* em Solow e Taylor (1999) op.cit. 1999.

GOODHART, Charles. *The Conduct of Monetary Policy*, Economic Journal, 99,ps. 293-246, 1989.

GORDON, R.J. editor, *Milton Friedman's Monetary Framework – A debate with his critics*, Chicago University Press, 1974.

GOODHART, Charles . *The Endogeneity of Money* em P. Arestis, M. Desai e S. Dow (eds.) *Money Macroeconomics and Keynes, Essays in Honour of Victoria Chick*, vol.1, London, Routledge, ps. 14-24, 2001.

HALL, R. e LIEBERMAN, M., 2001, *Macroeconomia: Princípios e Aplicações*, Trad de A.V. Hastings, S. Paulo, Pioneira, Thompson Learning.

HOWELLS, Peter e BAIN, Keith, 2001. *Economia Monetária, Moeda e Banco*, Tradução Cristina P.F. Studart, Rio de Janeiro, LTC Editora.

KALDOR, Nicholas. *Monetary Policy, Economic Stability and Growth*, em *Essays on Economic Policy*, vol.1, Londres, Duckworth, 1964.

KEYNES, J. M. *A Treatise on Money*, The Collected Writings of John Maynard Keynes, London Mc Millan, 1973.

KEYNES, J.M. *The General Theory*, London, Mc. Millan, 1936.

KYDLAND, F. E. e PRESCOTT, E. *Rules Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*, *Journal of Monetary Economics*, 12, ps.101-121, 1983.

LAVOIE, M. *Foundations of Post-Keynesian Analysis*, Brook Field, Edward Elgar Publishing Company, 1992.

LIPSKY, John. *O FED pode se orgulhar do BCE*, *Financial Times*, Produção “Folha de S. Paulo, 8/06/2003”, 2003.

ROMER, D. *Keynesian Macroeconomics Without LM Curve*, Journal of Economic Perspectives, 14(2) ps. 149-169, 2000.

ROMER, David. *Short Run Fluctuations*, University of California, Berkeley, 1999.

SOLOW, Robert, M. e TAYLOR, John. *Inflation and Monetary Policy*, Cambridge Massachussets, The MIT PRESS, 1999.

SOLOW, Robert. “*How Cautious Must The FED be*”, em Solow e Taylor (1999) op.cit. 1999.

STAIGER, D. Stock, J.H. e Watson, M. *How Precise are Estimates of the Natural Rate of Unemployments*, em Romer, C. e Romer, D. (eds), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, Chiacago, Chiacago University Press, 1997.

TAYLOR, John, B. *Teaching Modern Macroeconomics at the Principle Level*, American Economic Review, 90 (2) , ps. 90-94, 2000.

TAYLOR, John. *Discretion Versus Policy Rules in Practice* , Carnegie Rochester Serie ou Public Policy, dezembro, 39, ps.195-214, 1993.

TAYLOR, John, B. *Monetary Guidelines for Employment Inflation Stability, Unemployment and Monetary Policy*, in Solow e Taylor, Cambridge, Massachussets, The MIT PRESS, 1999.