

**Reputação, Credibilidade e Transparência da Autoridade Monetária:  
A eficácia da política monetária sob a hipótese da não-neutralidade da moeda**

Gabriel Caldas Montes

Tese submetida à Faculdade de Economia da  
Universidade Federal Fluminense, como parte  
dos requisitos necessários à obtenção do título  
de Doutor em economia.

Orientador: Prof. Dr. Carmem Aparecida Feijó

Julho / 2007

# **Livros Grátis**

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

## RESUMO

Ao abordar a influência da reputação, da credibilidade e da transparência da autoridade monetária sobre as expectativas e confiança dos agentes econômicos, a tese, à luz do debate *regras versus discricção*, de forma inovadora, destaca e realiza a análise de dois aspectos distintos acerca da reputação: 1) um diz respeito a sua força, ou seja, reputação fraca ou consolidada (forte), e; 2) outro diz respeito ao seu tipo, ou seja, se a autoridade monetária possui a reputação de ser uma instituição que se preocupa somente com a questão da inflação, ou se possui a reputação de ser uma instituição que se preocupa não somente com a inflação, mas, também, com o lado real da economia. É mostrada, através de um modelo macroeconômico, a influência desses aspectos sobre a economia e, assim, da política monetária sobre a inflação e o crescimento econômico. O resultado do modelo confirma que a autoridade monetária que atua buscando estabilizar somente a inflação por meio da adoção de uma regra de política monetária, como a de Taylor, induz a economia a conviver em um constante estado de semi-depressão.

## **ABSTRACT**

The thesis aims to deepen the understanding of how economic agents form their expectations and how these are influenced by elements related to those responsible for the monetary policy application, and thus, how economic performance is influenced by these elements and by expectations and decisions from the agents. Although the thesis approaches the influence from the trinomial reputation-credibility-transparency upon an economy under inflation targeting, it notes the role and importance of reputation. The thesis performs the analysis of two distinct aspects about reputation: 1) its strength, and, 2) its kind.

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente, gostaria de agradecer a CAPES por ter ajudado no financiamento dessa tese e ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal Fluminense por ter acreditado e confiado no meu trabalho.

Agradeço aos membros da banca de defesa desta tese pelo tempo e atenção dedicados.

Quero agradecer especialmente a minha orientadora e mentora Carmem Aparecida Feijó pela dedicação, sabedoria e enorme incentivo. Sua motivação é contagiante. Foi uma honra ter sido orientado por você e espero que possamos realizar muitos outros trabalhos juntos no futuro.

Meus sinceros agradecimentos ao grande amigo e também mentor Helder Ferreira de Mendonça. Foi uma honra ter trabalhado ao seu lado.

Carmem e Helder foram decisivos para o meu amadurecimento como profissional. Apontaram de forma sábia os melhores caminhos para o árduo trabalho de publicar, sempre de maneira sincera e motivante. O conhecimento que vocês possuem e as sugestões feitas foram fundamentais para essa tese e demais trabalhos que realizamos juntos. Muito obrigado !!!

Gostaria de agradecer e dedicar essa tese aos meus queridos “vô Carlos” (responsável por eu ser economista), “vô Arnaldo”, “vó Geysa”, “vó Didi” e aos meus pais Carlos Alberto (Lilinho) e Maria das Graças. Vocês são fontes de inspiração e carinho para mim. Obrigado por me apoiarem de maneira incondicional.

Agradeço à Carol pela paciência e carinho que teve comigo, sempre me ouvindo e apoiando.

Quero agradecer também a todos os meus familiares e amigos. De uma maneira ou de outra, foram fundamentais para mim, me ajudando a passar por mais uma fase tão importante.

# SUMÁRIO

## Introdução

1.1 Contextualização teórica do debate regras versus discricção	6
1.2 Não-Neutralidade da Moeda segundo Keynes e Pós-Keynesianos	9
1.3 Reputação, credibilidade e transparência e o regime de metas de inflação	11
1.4 Proposta e organização da tese	16

## Capítulo I – Reputação, Credibilidade e Transparência da Autoridade Monetária e o Estado de Expectativas

Introdução	21
1.1 Expectativas, confiança e política monetária	22
1.1.1 O estado de expectativas	23
1.2 Expectativas como mecanismo de transmissão da política monetária: uma breve consideração	27
1.3 O Trinômio reputação-credibilidade-transparência	28
1.3.1 Reputação, credibilidade e transparência no contexto de uma economia monetária de produção	33
1.3.2 O Trinômio e sua influência sobre o estado de expectativa	35
Considerações Finais	40

## Capítulo II – Regra Monetária sob Metas de Inflação e Mecanismo de Formação de Preços

Introdução	43
2.1 Política monetária sob o regime de metas de inflação	44
2.1.1 Teoria e atributos do regime: visão convencional	44
2.1.2 Meta de inflação e a visão pós-keynesiana	50
2.2 Teoria dos preços pós-keynesiana	53
2.2.1 Formação dos preços em economias de mercado	55
2.2.2 Preços e financiamento	58
2.2.3 Comportamento do mark up e variações nos custos de produção	59
2.2.4 Comportamento dos preços e variações na demanda	62
Considerações Finais	65

### **Capítulo III – Reputação e Transparência da Autoridade Monetária e Comportamento da Firma Bancária**

Introdução	71
3.1 Mecanismos de transmissão monetária	74
3.2 Oferta de moeda e comportamento bancário	80
3.3 Instabilidade financeira e comportamento bancário	88
3.4 Reputação, transparência e eficácia da política monetária	94
Considerações Finais	100

### **Capítulo IV – A influência da reputação, da credibilidade e da transparência sobre a economia**

Introdução	102
4.1 O modelo	103
4.1.1 Investimento	104
4.1.2 Consumo	108
4.1.3 Determinação do produto	110
4.2 O “trinômio” e sua influência sobre o desempenho econômico	112
4.2.1 Trinômio tipo I e suas implicações	115
4.2.2 Trinômio tipo II e suas implicações	117
4.2.3 Implicações do tipo de reputação sobre a economia	119
4.3 Dinâmica da dívida	124
Considerações Finais	128

### **Capítulo V – Política Monetária, Inflação e Crescimento Econômico**

Introdução	131
5.1 “Novo Consenso” macroeconômico e metas de inflação	132
5.1.1 O modelo	136
5.1.2 Controvérsias acerca do modelo	138
5.2 Política monetária e metas para a inflação e para o produto	140
5.2.1 O modelo	141
5.2.2 Expectativas de Inflação e o Papel da Meta de Inflação	148
5.3 Reputação, Política Monetária e Desempenho Econômico	153
Considerações Finais	158

<b>Conclusão</b>	161
------------------	-----

<b>Bibliografia</b>	167
---------------------	-----

# *INTRODUÇÃO*

## **I.1 Contextualização Teórica do Debate *Regras versus Discrição***

Teoricamente existem muitas controvérsias sobre os efeitos da política monetária na economia, embora haja concordância em relação às quatro principais metas finais a serem perseguidas, em conjunto ou isoladamente, pela política monetária: controle da inflação; expansão do nível de atividade econômica; redução da taxa de desemprego, e; manutenção da estabilidade do sistema financeiro. Ainda em termos teóricos, aceitar ou rejeitar determinadas hipóteses, como por exemplo, a neutralidade da moeda, ou os motivos que explicam a preferência pela liquidez, ou a maneira como são formadas as expectativas dos agentes, traz conseqüências diretas sobre os resultados dos modelos quando analisando a condução da política monetária.

Sob influência do advento da hipótese de expectativas racionais (HER), do debate acerca da utilização ou não de regras para a condução da política monetária, da teoria de independência do banco central e da opção pela adoção do regime de metas para a inflação, desenvolvimentos recentes em teoria monetária têm enfatizado a importância e a influência da reputação, da credibilidade e da transparência da autoridade monetária e suas políticas sobre a forma de conduzir a política monetária e sobre os resultados observados na economia.

Em relação aos rumos tomados pela linha de pesquisa tradicional (ortodoxa), deve ser enfatizado que à medida que os modelos de recomendações de política monetária se desenvolviam, incorporando a HER em suas estruturas, ganhava força a idéia de que

políticas econômicas são mais efetivas se forem consideradas críveis pelos agentes econômicos e se forem implementadas por uma autoridade monetária com elevada reputação.

A combinação e aceitação dos seguintes pressupostos: (i) HER; (ii) hipótese de a economia funcionar baseada em um processo contínuo de equilíbrio de mercado e (iii) hipótese quanto ao caráter maximizador dos agentes, produz uma série de importantes conclusões a respeito das implicações causadas por políticas econômicas quando implementadas. Dentre essas implicações estão: a ineficácia da política monetária em afetar variáveis reais (neutralidade da moeda no curto e longo prazo); os custos que recaem sobre o emprego e o produto para se reduzir a inflação; a inconsistência temporal dinâmica de políticas discricionárias consideradas ótimas; a importância da credibilidade, da reputação e da transparência para a autoridade monetária, e; o desenvolvimento de “tecnologias de compromisso” e regras que limitem a ação da autoridade monetária no sentido de se evitar o viés inflacionário.

Os argumentos relacionados à importância da credibilidade da política monetária para economias convivendo com taxa de inflação indesejada foram apresentados pela primeira vez por Fellner (1976 e 1979). Posteriormente, Kydland e Prescott (1977) e também Barro e Gordon (1983a e 1983b) relacionaram a credibilidade da política monetária e a reputação da autoridade monetária e suas implicações ao problema de inconsistência temporal. A contribuição de Kydland e Prescott<sup>1</sup> relacionada a esse tema encontra-se sob a forma de um

---

<sup>1</sup> Tiveram como inspiração o trabalho de Tinbergen (1952), pois, em um primeiro instante, buscam especificar as metas ou objetivos de política econômica e, em seguida, com base em uma função de bem-estar social que irão otimizar, selecionam os instrumentos de política econômica que serão utilizados em um modelo cujo objetivo é apontar as soluções ótimas encontradas.

modelo em que os *policymakers* estão envolvidos em um jogo dinâmico estratégico com agentes do setor privado que formam expectativas *forward-looking* de maneira sofisticada.

O *insight* fundamental promovido pelo modelo de Kydland e Prescott, relacionado à avaliação da política econômica, encontra-se associado à tentativa do governo de formular e implementar políticas ótimas em cada período, o que acaba gerando resultados sub-ótimos para os períodos subseqüentes. Segundo o modelo desenvolvido por eles, políticas temporalmente inconsistentes tendem a enfraquecer a credibilidade das políticas a serem anunciadas e implementadas posteriormente.

Barro e Gordon (1983b), por sua vez, enfatizam o papel a ser desempenhado pela reputação da autoridade monetária. Argumentam que a persistência da inflação se deve a falta de reputação do *policymaker* devido ao não-cumprimento dos acordos previamente estabelecidos com a sociedade.

A fundamentação teórica que explica o desenvolvimento de trabalhos preocupados com a importância da credibilidade da política monetária e da reputação da autoridade monetária sobre a condução de suas políticas e seus resultados sobre a economia tem como base a literatura conhecida como “*regras versus discricão*” – iniciada com os trabalhos, já mencionados, de Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1983b).

Nesse sentido, o debate que trata do tema *regras versus discricão* em política monetária pode ser tomado como um fio condutor para a discussão sobre as divergências teóricas entre escolas de pensamento macroeconômicas, dentre elas, o pensamento de Keynes e os desenvolvimentos de alguns de seus seguidores de um lado e monetaristas e novos-clássicos de outro.

## **1.2 Não-Neutralidade da Moeda segundo Keynes e Pós-Keynesianos**

A corrente de pensamento pós-keynesiana direciona seus desenvolvimentos em teoria e política monetária para a fundamentação da não-neutralidade da moeda no curto e no longo prazo. Assim, seus trabalhos apóiam-se na teoria da preferência pela liquidez de Keynes e nas hipóteses de instabilidade do sistema financeiro (Minsky, 1992) e na formação de expectativas sob incerteza não probabilística. Sua modelagem também assume que expectativas são *forward-looking*, porém, dada à hipótese de incerteza não-probabilística, agentes sabem que a despeito de seus esforços, suas expectativas podem ser desapontadas. Essa possibilidade molda um comportamento em termos de formação de expectativas e tomada de decisões bastante distinto dos comportamentos modelados sob a HER.

Para desenvolver um modelo macroeconômico no qual a moeda afeta escolhas reais, Keynes contrapôs na *Teoria Geral* o conceito de economia monetária de produção ao de economia de troca, que para ele seria o caso típico tratado pelos economistas clássicos. Assim, uma característica marcante de uma economia monetária de produção é o fato da moeda não ser neutra nem no curto nem no longo prazo.

Na visão de Keynes, em economias monetárias de produção, a alocação de recursos depende da expectativa de demanda, que no agregado determina o nível de renda e emprego na economia. Essa característica torna naturalmente especulativa qualquer decisão econômica. Em decisões onde o horizonte de tempo é mais longo, por exemplo, a retenção de moeda e ativos líquidos se torna mais estratégica. Ou seja, quando o horizonte de tempo é o longo prazo, a moeda não é neutra pelo fato de sua retenção ser, também, uma forma de

acumular riqueza, isto é, por ser considerada um ativo que afeta o processo de acumulação dos agentes. Assim, em uma economia monetária, a retenção de moeda é uma escolha racional num mundo de incerteza não-probabilística. Contudo, ao optarem pela moeda ou por ativos com elevado grau de liquidez, os agentes econômicos estão deixando de alocar seus recursos no setor produtivo, quer seja na demanda por bens de capital quer seja em consumo. Ou seja, recursos podem ficar ociosos e a economia encontrar-se em equilíbrio abaixo do pleno emprego.<sup>2</sup>

Nesse sentido, manipulações dos instrumentos de política monetária são capazes de afetar a economia por meio dos motivos que explicam a demanda por moeda realizada pelo público. A preferência pela liquidez reflete a percepção do público acerca dos eventos que esperam acontecer e que sejam capazes de afetar seus negócios: a preferência pela liquidez em Keynes é a forma como os agentes econômicos enfrentam as incertezas. Assim, intervenções realizadas pela autoridade monetária afetam a percepção dos agentes econômicos, influenciando a preferência pela liquidez e as decisões de produção e de investimento.

---

<sup>2</sup> No *Tratado sobre a Moeda*, publicado em 1930, ao identificar e distinguir dois circuitos de circulação da moeda – o industrial e o financeiro – Keynes elaborou as bases para sua teoria que explicaria os motivos que levam os agentes a reterem moeda, como isto afeta a economia e qual o papel a ser desempenhado pelo Estado no sentido de manter a economia operando próxima do pleno emprego, mas, ao mesmo tempo com estabilidade de preços. Posteriormente em sua *Teoria Geral*, ao definir os fatores determinantes da demanda por moeda, reconhecendo e destacando que reter moeda é uma opção em relação à retenção de outros ativos, conforme o modelo de escolha de ativos do capítulo 17, Keynes apresentou fundamentos para explicar as flutuações ocorridas no produto e o porquê de economias capitalistas operarem abaixo do pleno emprego. Dentre os motivos que Keynes, em sua *Teoria Geral*, identificou para se demandar moeda estão: o transacional, o precaucional e o especulativo. O motivo finanças (finance) para se demandar moeda foi posteriormente incorporado por Keynes como resultado do debate com economistas Clássicos em artigos publicados no *Economic Journal* em 1937. Para a recuperação desse debate, ver, por exemplo, Davidson (1965) e Oreiro (1999).

### **1.3 Reputação, Credibilidade e Transparência e o Regime de Metas de Inflação**

Para se entender o impacto da política monetária sobre a economia é necessário compreender como agentes econômicos tomam decisões com base em suas expectativas e no grau de confiança que possuem nas suas expectativas. Nesse sentido, torna-se fundamental conhecer os elementos determinantes das expectativas e da confiança dos agentes e como são afetados pela autoridade monetária. A literatura ortodoxa tem desenvolvido recentemente argumentos considerando a importância da transparência na formação das expectativas dos agentes. Conforme observado por de Mendonça (2006, p. 178):

“Dado que há o reconhecimento de que a efetividade da condução da política econômica depende de alguma forma de capacidade do público antecipar as ações do banco central; é esperado que a transparência ajude os agentes econômicos a prever melhor as ações da política monetária. Nesse sentido, a transparência contribuiria para o aumento da responsabilidade do banco central no alcance de suas metas anunciadas e, por conseguinte, para o aumento da credibilidade”.

A transparência da autoridade monetária é assumida como elemento essencial para reduzir o nível de incerteza na economia, já que atenua a existência de informação assimétrica entre autoridade monetária e demais agentes econômicos.

Não se pode negar que os desenvolvimentos em teoria e política monetária, fruto dos debates neutralidade *versus* não-neutralidade da moeda, ou do debate regras *versus* discricção, acabam (em certa medida) por influenciar, na prática, a condução da política monetária e, dessa maneira, os resultados que são observados na economia em termos de comportamento da inflação, crescimento econômico e emprego. Quando são analisadas as

políticas que foram implementadas pela autoridade monetária com intuito de afetar a performance de uma economia, o que se deve ter em mente, é que por trás dessas ações, se encontra o viés teórico do *policymaker*. Esse viés teórico terá influência tanto sobre a formação da reputação da autoridade monetária, por exemplo, quanto sobre suas políticas adotadas e objetivos estabelecidos, gerando conflitos e dilemas em termos das expectativas formadas pelos agentes econômicos e objetivos a serem perseguidos pelos *policymakers*.

Nesse sentido, uma das prerrogativas dessa tese é discutir, do ponto de vista teórico, em que medida o regime de meta de inflação, quando condicionado a adoção de uma regra de conduta (manipulação da taxa de juros para controlar a inflação), produz um resultado para o produto inferior se comparado a outro procedimento de política monetária adotado.

Atualmente, um número expressivo de países adota o regime de metas para a inflação tanto com o intuito de desinflacionar a economia como para manter e/ou promover a estabilidade dos preços. Este regime foi implementado, inicialmente, na Nova Zelândia, Reino Unido e Canadá, sendo posteriormente adotado em países como Austrália, Espanha, Finlândia e Suécia. Ao longo dos últimos anos diversos países vêm aderindo ao regime de metas de inflação como uma espécie de novo paradigma a ser seguido para a condução da política monetária. Seus proponentes advogam que esse regime, quando pautado em uma regra, resulta em uma melhor e mais crível maneira de conduzir a política monetária, levando a um maior nível de transparência e responsabilidade da autoridade monetária, além de se tornar com o tempo na melhor âncora para as expectativas de inflação.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Para um estudo comparativo acerca das evidências empíricas sobre o sucesso do regime de metas de inflação, ver Angeriz e Arestis (2006). Nesse artigo os autores levantam a seguinte questão: Teria o regime de metas de inflação alguma influência sobre a inflação? O trabalho mostra que os resultados empíricos são controversos.

Desdobramentos da literatura relacionada à importância de se desenvolverem e implementarem tecnologias de compromisso que inspiraram o modelo de metas de inflação resultam dos argumentos relacionados à importância da reputação e da credibilidade da autoridade monetária e suas políticas para economias convivendo com taxas de inflação indesejada.

De acordo com Svensson (1998, p.14), o regime de metas de inflação é caracterizado por:

“1) an explicit quantitative inflation target, 2) an operating procedure, inflation-forecast targeting, which uses an internal conditional inflation forecast as an intermediate target variable, 3) a high degree of transparency and accountability.”

O regime de metas para a inflação busca coordenar as expectativas dos agentes econômicos relacionadas ao comportamento esperado da inflação, evitando, assim, repasses exagerados para a inflação observada. Como consequência, ao obter êxito em fazer convergir as expectativas dos agentes para a meta estabelecida, a autoridade monetária acaba sancionando essas expectativas.<sup>4</sup>

Para que seja bem sucedido em manter a inflação em um patamar baixo e estável, implicando, conseqüentemente, em uma menor variabilidade do produto, o regime de metas de inflação deve ser acompanhado das seguintes características: (i) o governo deve anunciar uma meta numérica para a taxa de inflação; (ii) o alcance da meta deve ser obtido por meio de manipulações na taxa de juros; (iii) as expectativas para a inflação devem ser utilizadas como metas intermediárias; (iv) dado que a política monetária é o instrumento central de

---

<sup>4</sup> Svensson (1998, p. 15) aponta as seguintes dificuldades acerca do regime de metas para a inflação: “The greatest problem with inflation targeting is arguably the central bank’s imperfect control of inflation. Inflation control is imperfect due to lags in the transmission mechanism, uncertainty about the transmission mechanism, the current state of the economy and future shocks to the economy, and the influence of other factors than monetary policy on inflation, in particular shocks that occur within the control lag. The imperfect control makes the implementation of inflation targeting hard”. Contudo, argumenta que: “there is a solution to this formidable problem, namely to use a conditional inflation forecast as an intermediate target variable”.

alcance da meta, deve ser conduzida de maneira transparente; (v) a política monetária deve ser conduzida por um banco central independente, e; (vi) a política monetária deve ter como objetivo único o controle da inflação, ignorando os efeitos sobre as demais variáveis de desempenho da economia.

Embora o regime de metas para a inflação busque servir como a referência para o processo de formação das expectativas de inflação dos agentes, sua implementação não implica necessariamente na obtenção do melhor resultado em termos de crescimento econômico. Caso a autoridade monetária não possua uma reputação adequada e forte (consolidada) e não atue de forma transparente por meio da implementação de políticas críveis além de encontrar dificuldades em fazer convergir tanto as expectativas para a inflação quanto a inflação observada para a meta de inflação, a manipulação do principal instrumento de política monetária (a taxa básica de juros) implicará em maiores custos para a sociedade em termos de produto e de emprego. Em um ambiente onde se verifica um aumento das expectativas de inflação e da inflação observada em relação à meta, a autoridade monetária atuará elevando a taxa básica de juros, encarecendo o crédito, o financiamento e postergando decisões de investimentos, reduzindo potencialmente o nível de atividades.

Na prática, o regime de metas de inflação tem sido aplicado baseado na manipulação de um único instrumento de controle da inflação – a taxa de juros – sob o argumento de que é necessário persistir em regras fixas, para que a autoridade monetária conquiste reputação e a política ganhe credibilidade, e com isso faça convergir a taxa de inflação para a meta. A insistência no uso desse instrumento traz conseqüências negativas para a formação de expectativas sobre o potencial de crescimento da economia.

As flutuações no produto, decorrentes das perturbações que se observam e que acabam por afetar o funcionamento da economia, podem ser atribuídas a uma série de impulsos, tais como choques de oferta, choques de política e choques de demanda privada, podendo ter suas origens no próprio país ou serem transmitidos do exterior por meio das relações comerciais e financeiras.

A visão keynesiana de funcionamento da economia considera que alterações na demanda agregada são capazes de provocar flutuações no nível de emprego e no produto. Os choques de demanda privada são consequência, basicamente, de flutuações ocorridas no investimento agregado, pois o investimento agregado é considerado o componente mais volátil da demanda agregada. Sendo assim, a política monetária ao ser alterada provoca variações no investimento que implicam em alterações no produto por meio da ação do efeito multiplicador, via propensão a consumir da sociedade.

Consumo e investimento são identificados como as variáveis importantes para explicar as flutuações que se verificam na economia. Cabe ao investimento explicar os impulsos e ao consumo o efeito de transmissão dos movimentos oscilatórios do produto e da renda. A origem das flutuações na economia se deve em grande parte às incertezas existentes no processo de tomada de decisões privadas e na formação das expectativas. As incertezas são as responsáveis por provocarem variações nas expectativas que os agentes formam e na confiança que possuem quanto aos rumos futuros que a economia irá tomar. Como a decisão a respeito da escolha de uma carteira de ativos depende dos diferentes graus de liquidez apresentados pelos ativos e da lucratividade futura esperada – sendo essa inerentemente incerta – então, pelo fato das expectativas serem voláteis, os investimentos também acabaram sendo, implicando, por conseguinte, em flutuações no produto e no emprego.

Dessa forma, um ponto importante que o trabalho irá tratar encontra-se relacionado ao comportamento descrito pelo produto quando analisadas situações distintas referentes à influência que exerce a reputação, a credibilidade e a transparência da autoridade monetária e suas políticas sobre o “estado de expectativas” e, conseqüentemente, sobre as decisões de investimento na economia.

#### **I.4 Proposta e Organização da Tese**

A tese apresenta como proposta aprofundar e desenvolver o entendimento de como os agentes econômicos formam suas expectativas e como são influenciados por elementos que se encontram relacionados aos responsáveis pela implementação da política monetária, e assim, como o desempenho econômico é influenciado por esses elementos e pelas expectativas e decisões dos agentes. Para isso, além dessa introdução, a tese apresenta mais cinco capítulos e uma seção à parte que trata das conclusões.

O primeiro capítulo, inspirado em Dequech (1999a), trata de abordar a influência da reputação da autoridade monetária, da credibilidade de suas políticas e do grau de transparência com que atua sobre o “estado de expectativas” dos agentes e, assim, sobre a performance da economia. Para entender como a política monetária afeta a economia é necessário compreender como os indivíduos tomam decisões com base em suas expectativas e na confiança que atribuem a essas expectativas. Nesse sentido, torna-se fundamental conhecer os elementos determinantes das expectativas e da confiança dos agentes e como são afetados pela autoridade monetária. Dentre os elementos determinantes do “estado de expectativas”, o “conhecimento” se destaca como elemento chave que

estabelece a relação da reputação, da credibilidade e da transparência com o “estado de expectativa”, pois, em um ambiente de incertezas, as decisões dos agentes econômicos são guiadas fundamentalmente pelas suas expectativas e pelo grau de confiança que depositam nessas expectativas. O primeiro capítulo serve como um referencial para as análises que serão apresentadas nos capítulos subseqüentes.

O segundo capítulo discute em que medida a política de meta de inflação, guiada pela adoção de uma regra, contribui para o baixo crescimento econômico. Para isso, questiona se o regime de metas de inflação induz a resultados indesejados em termos de crescimento econômico ou seria a regra que orienta a política monetária limitada, levando a economia a um constante estado de semi-depressão. Assume como hipótese que o regime de metas de inflação por si só não é suficiente para assegurar uma trajetória desejável para a inflação, a autoridade monetária deve atuar de maneira transparente, por meio de políticas críveis e com base em sua força reputacional. Nesse capítulo é defendida a idéia de que a utilização de uma regra como a de Taylor (1993) para combater a inflação ignora as origens do processo inflacionário e o próprio processo de formação de preços em uma economia de mercado, e que a autoridade monetária ao voltar seus esforços para controlar somente a inflação cria uma reputação que pode gerar uma “armadilha de credibilidade”. Tal armadilha pode ser entendida da seguinte forma: no que a inflação estiver baixa e estável, quando a política monetária for implementada com intuito de estimular o crescimento, pelo canal das expectativas, não logrará o devido êxito, dada à reputação criada pela autoridade monetária.

Para se contrapor ao mecanismo proposto pela Regra de Taylor no combate a inflação, o capítulo dois também apresenta uma abordagem acerca do processo de formação de preços em uma economia monetária de produção, argumentando que a regra

desconsidera os impactos sobre as firmas que se comportam de maneira compatível com a estabilidade dos preços e, por vezes, não confere resultado algum sobre aquelas que atuam gerando inflação.

Para se completar o entendimento de como agentes privados reagem as medidas de política monetária o terceiro capítulo aborda a influência da autoridade e suas políticas sobre o comportamento da firma bancária. Especificamente, analisa a influência da reputação da autoridade monetária e da transparência com que implementa suas políticas e faz seus anúncios sobre o “estado de expectativas” daqueles que se encontram a frente das instituições financeiras (mais precisamente, firmas bancárias) e, assim, sobre a dinâmica comportamental dos bancos, enfatizando o canal das expectativas como transmissor da política monetária.

O quarto capítulo desenvolve um modelo que explica, por meio das decisões de investimento, o comportamento das trajetórias verificadas para o produto assumindo que a autoridade monetária apresenta situações distintas relacionadas ao trinômio reputação-credibilidade-transparência, destacando o grau e o tipo de reputação da autoridade monetária. O modelo se inspira no trabalho desenvolvido por Fazari-Ferri-Greenberg (2003). Possui como objetivo central analisar a influência da postura da autoridade monetária (reputação e transparência) e da credibilidade de suas políticas – com meta de inflação estabelecida – sobre as decisões de investimento e, assim, sobre o desempenho da economia, destacando ainda, essa influência sobre a dinâmica da dívida das firmas. O modelo mostra que tornando tanto as expectativas para a inflação mais estáveis quanto a própria inflação compatível com a meta, a autoridade monetária ganha graus de liberdade para implementar políticas que estimulem o lado real da economia, por meio dos investimentos. Além disso, também mostra que são as expectativas acerca do crescimento

da economia que alimentam positivamente as expectativas de crescimento das firmas, e, portanto suas decisões de investir em ativos fixos.

O quinto capítulo conclui a tese apresentando um modelo que mostra que a política monetária, quando conduzida por meio de uma regra de manipulação da taxa de juros voltada exclusivamente para controlar a inflação, embora consiga atingir tal objetivo, apresenta um resultado pior se comparada a uma política monetária que seja implementada, também, para atingir uma meta para o nível do produto. O modelo proposto enfatiza: o papel das expectativas, o papel da autoridade monetária por meio de sua função de reação à luz da hipótese de não-neutralidade da moeda e a influência da reputação da autoridade monetária sobre os resultados observados na economia. Mais uma vez, a principal crítica não se encontra relacionada a adotar ou não metas para a inflação, mas sim, à regra de política monetária que se utiliza somente de manipulações da taxa de juros, e que por sua vez, ignora os determinantes do processo de formação de preços, os determinantes (de um modo geral) do comportamento da inflação e a influência da política monetária sobre o lado real da economia. Nesse sentido, o capítulo busca tornar compatível a adoção de metas para a inflação com crescimento econômico, destacando o papel que de fato deve exercer a política monetária e a importância da forma de atuação da autoridade monetária (sua postura e sua reputação) por meio de suas políticas.

O modelo nos permite dizer que quando o objetivo da autoridade monetária é a estabilidade dos preços e o crescimento econômico, a reputação deve ser construída em cima de um entendimento de funcionamento do sistema econômico que leve em conta a formação de expectativas sob incerteza não probabilística. Nesse contexto, a autoridade monetária deve considerar sua influência sobre o estado de expectativas dos agentes econômicos, pois, afeta as decisões de preços das firmas (como mostra o capítulo dois), as

interações entre bancos e firmas (como mostra o capítulo três) e o investimento e o produto (como mostram os capítulos quatro e cinco).

## ***CAPÍTULO I***

### ***Reputação, Credibilidade e Transparência da Autoridade Monetária e o Estado de Expectativas***

#### **Introdução**

O capítulo tem como objetivo identificar a maneira pela qual o trinômio (reputação, credibilidade, transparência) influencia a confiança e as expectativas dos agentes econômicos, e, assim, a possibilidade da política monetária afetar emprego e renda, mantendo a estabilidade de preços. Nesse sentido, o capítulo indica a possibilidade, por meio da influência do trinômio, dos indivíduos terem suas decisões de alocação de recursos afetadas pela autoridade monetária e suas políticas. Indica também que para que políticas monetárias que busquem estimular o produto e o emprego mantendo a estabilidade dos preços sejam bem sucedidas, a autoridade monetária deve atuar de maneira pró-ativa, influenciando as expectativas e a confiança dos agentes. Assim, é de suma importância entender o papel que desempenham as expectativas e a confiança dos agentes nas decisões de alocação de recursos e como a reputação da autoridade monetária e as considerações acerca da credibilidade e da transparência de suas políticas afetam tais decisões.

Com o intuito de demonstrar a possibilidade da política monetária em afetar não somente as variáveis nominais da economia, mas, também, o lado real, por meio da relação existente entre o trinômio e o processo de formação de expectativas dos agentes, o presente capítulo encontra-se dividido da seguinte maneira. Além desta introdução, a seção 1.1 apresenta o papel do “estado de expectativa” para o processo de tomada de decisão dos

agentes, destacando a influência das expectativas e da confiança sobre o processo de alocação de recursos em um ambiente de incertezas; a seção 1.2 realiza uma breve abordagem acerca das expectativas como mecanismo de transmissão da política monetária; a seção 1.3 discute a importância da reputação e da transparência da autoridade monetária e da credibilidade da política monetária, mostrando a relação entre o trinômio e o estado de expectativa dos agentes e como afeta as suas decisões, e; por fim, são apresentadas as considerações finais do capítulo.

## **1.1 Expectativas, Confiança e Política Monetária**

Trata-se de um consenso entre economistas o fato das expectativas serem consideradas um canal importante para a transmissão da política monetária. Com intuito de relacionar a influência do trinômio sobre a formação de expectativas, tomamos como base o esquema desenvolvido por Dequech (1999a). Esse, busca identificar os elementos determinantes para as expectativas e para a confiança dos agentes, ou seja, para o “estado de expectativa”, enfatizando sua importância como transmissor da política monetária.<sup>5</sup> Dentre os determinantes do estado de expectativa que o esquema apresenta, destacamos o elemento “conhecimento” como fator capaz de afetar diretamente as expectativas e indiretamente a confiança por meio da incerteza percebida pelos agentes e, assim, afetar, também, suas decisões.

---

<sup>5</sup> Para uma apresentação mais detalhada a respeito dos mecanismos de transmissão da política monetária, ver de Mendonça (2001).

### 1.1.1 O Estado de Expectativas

Dequech (1999b, p. 67-8) define incerteza “... como uma situação na qual o conhecimento, devido à escassez de evidência, é incompleto e não confiável como um guia de conduta”. Mais ainda, “incerteza fundamental” é definida como uma situação em que pelo menos alguma informação essencial acerca de eventos futuros não pode ser ou não é capaz de ser conhecida no momento em que uma decisão deve ser tomada, pois, essa informação não existe e não pode ser inferida por nenhum conjunto de dados existente. Incerteza fundamental, como sugerida por Dequech, não implica completa ignorância acerca de todos os eventos que estão por ocorrer futuramente, porém, diz respeito aos eventos fundamentalmente relevantes para o processo de tomada de decisões. Como destaca Heron (2003), podem ser identificadas duas fontes de incerteza na economia: uma relacionada a eventos inesperados, tais como choques internos e externos sobre a economia e erros de previsão a respeito da política econômica, e outra, relacionada à falta de compreensão dos agentes econômicos quanto aos objetivos de longo prazo para a política monetária.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Heron (2003) enfatiza as incertezas que permeiam tanto a compreensão que os agentes possuem acerca da política monetária que é implementada, assim como, acerca do objetivo explícito que a autoridade monetária deva assumir, à luz do “novo consenso” macroeconômico. Os modelos elaborados pelo “novo consenso” (a exemplo, King, 2000; Romer, 2000; Taylor, 2000; Goodfriend, 2004; Woodford, 2003) são entendidos pelos seus proponentes como sendo representativos daqueles utilizados pelas principais autoridades monetárias, em que apresentam fundamentalmente as seguintes características: se utilizam das hipóteses de expectativas racionais, neutralidade da moeda, existência de um processo de barganha no mercado de trabalho acerca do salário real, equilíbrio determinado pela oferta (ou seja, a demanda agregada é irrelevante para a determinação dos valores de equilíbrio das variáveis reais) e processo inflacionário explicado por pressões de demanda (excesso de demanda agregada é a principal fonte de inflação). Nesse sentido, sugerem, como forma de eliminar essas incertezas, que a autoridade monetária tenha como único e principal objetivo a obtenção de uma taxa de inflação baixa e estável e que esse objetivo seja alcançado por meio da adoção de uma regra explícita de política monetária.

Na ausência do pleno conhecimento necessário acerca de eventos que ainda estão por acontecer e/ou por imprecisão acerca da maneira como a economia funciona e é afetada por ações de políticas econômicas, os agentes formam expectativas e, com algum grau de confiança nessas expectativas, definem o “estado de expectativas” no qual as decisões irão se basear. Dequech (1999a), com o intuito de analisar os determinantes desse “estado”, elabora um esquema analítico que apresenta os elementos que interferem na formação do estado de expectativas e como se inter-relacionam.

Seu esquema analítico se apresenta da seguinte maneira: (i) os determinantes imediatos do estado de expectativa são as expectativas e a confiança; (ii) a confiança é afetada diretamente pela aversão à incerteza e pela percepção à incerteza; (iii) as expectativas são afetadas diretamente pelo otimismo espontâneo, pelo conhecimento e pela criatividade; (iv) a aversão à incerteza é influenciada pela disposição otimista<sup>7</sup> (ou *animal spirits*); (v) a percepção à incerteza, por sua vez, pode ser explicada pela disposição otimista e pelo conhecimento, e; (vi) o otimismo espontâneo é influenciado exclusivamente pela disposição otimista.

A variável chave que estabelece a relação entre o trinômio (reputação, credibilidade, transparência) e o “estado de expectativa” e que é considerada fundamental para o processo de tomada de decisões é a quantidade de conhecimento que se dispõe no momento da decisão. Como o completo conhecimento não existe no momento em que uma decisão econômica relevante deve ser tomada, os indivíduos fazem uso da informação disponível,

---

<sup>7</sup> Dequech (1999a, p. 421) argumenta que a disposição otimista não deve ser vista como puramente subjetiva ou psicológica, mas como, também, uma função do ambiente institucional em que o indivíduo opera, assim, “animal spirits are partly endogenous (and the more so, the more institutions are incorporated into one’s analysis), partly exogenous”.

de seu conhecimento tácito acerca do contexto em que estão inseridos e das instituições que os afetam e de sua criatividade em formar cenários prospectivos.<sup>8</sup>

Foray e Lundvall (1996) elaboraram uma taxonomia para o conhecimento, conceito que é muito mais amplo do que o de informação, estando esse último inserido no conhecimento.<sup>9</sup> Distinguem quatro tipos de conhecimento, que são importantes de serem destacados, para melhor ilustrar o esquema a ser apresentado: 1) “know-what” (saber o quê); 2) “know-why” (saber por que); 3) “know-how” (saber como), e; 4) “know-who” (saber quem).

Os diferentes tipos de conhecimento apresentados podem ser assim entendidos: **Know-what** refere-se ao conhecimento sobre os “fatos”. Ou seja, esse conhecimento encontra-se próximo ao que é normalmente chamado de informação. **Know-why** refere-se ao conhecimento científico a respeito dos princípios e leis naturais. Esse tipo de conhecimento encontra-se bastante relacionado ao desenvolvimento tecnológico. Pode ser associado à percepção do agente quanto ao modo de funcionamento da economia. **Know-how** refere-se às habilidades ou capacidades de realizar algo. É tipicamente um tipo de conhecimento desenvolvido e mantido dentro dos limites de uma firma individual. **Know-who** refere-se à informação a respeito de quem sabe o quê e quem sabe fazer o quê. Envolve a formação de uma relação social especial que torna possível obter acesso a especialistas e utilizar seus conhecimentos eficientemente.

O conhecimento, nas suas várias formas, é um conjunto de saberes, tanto tácitos quanto codificados, que afeta o processo de tomada de decisões dos agentes por meio de

---

<sup>8</sup> Segundo Shackle, os agentes preenchem os vazios de informação com “figments of imagination”.

<sup>9</sup> De acordo com as abordagens pós-keynesiana, institucionalista e neo-austríaca, como apresenta Dow (1998, p. 221), o conjunto de informações relevantes para o processo decisório dos agentes constitui um subconjunto do conhecimento, sendo, portanto, o conhecimento um conjunto de informações e de saberes acerca de processos e modos de funcionamento da economia em diferentes situações em que se encontra.

diferentes elementos. Esses diferentes saberes formam o conhecimento que o agente possui quanto, por exemplo: ao acesso às informações e fatos relevantes para o processo de tomada de decisões, à percepção do agente a respeito de como funciona a economia (destacando como é afetado por ela e como a afeta), à maneira como irá reagir ou com que habilidade irá atuar quando inserido em diferentes cenários e a quem ou quais instituições são capazes de afetar seus negócios e de que maneira. No que esse conjunto de saberes se altera, a percepção à incerteza do agente se modifica, afetando, assim, sua a confiança e suas expectativas.

O grau de confiança (Keynes, 1982, cap. 12) que determina o estado de expectativa do agente econômico é definido pela forma com que percebem as incertezas existentes e pela aversão à incerteza que possuem. A aversão à incerteza é de caráter puramente subjetivo e psicológico, sendo resultado da disposição otimista do agente; já a maneira como o agente percebe a incerteza e a encara, em parte é resultado de seu conhecimento e em parte resultado de seu *feeling* ou *animal spirit*. Assim, a confiança do agente econômico depende de sua disposição otimista de encarar a incerteza e de como seu conhecimento influencia sua percepção acerca da incerteza. Pode-se estabelecer que quanto maior a percepção acerca da incerteza e a aversão à incerteza forem – assumidas expectativas já formadas – maior será a tendência dos agentes a não tomarem ações relacionadas a longos horizontes de planejamento, adiando, portanto, tais decisões.

Em termos do processo de alocação de recursos, a escolha por não investir, ou seja, optar por alocar recursos em ativos com maior grau de liquidez representa esta escolha, pois, muito provavelmente, a percepção e a aversão à incerteza devem ser elevadas, influenciando negativamente a confiança. Dequech (1999a, p. 426) estabelece que: “The weaker the optimistic disposition, the stronger the liquidity preference and the larger the

share of liquid assets in the decision maker's portfólio". Aqui, a escolha por um portfólio com maior ou menor grau de liquidez estará relacionada ao otimismo ou pessimismo associado ao "estado de expectativa".

A noção de estado de confiança é de grande importância prática, pois as decisões de investimento em ativos fixos requerem não somente previsões suficientemente otimistas acerca dos ganhos monetários prospectivos, mas, também, de um estado suficientemente forte de confiança que motive a implementação de planos de investimento produtivo. Como observado por Keynes, dado que a incerteza é um elemento no processo de formação das expectativas que não pode ser avaliado objetivamente, a variável relevante é o grau de confiança que os agentes atribuem às expectativas.

Em resumo, pelo fato da incerteza estar relacionada com a escassez de evidências, tornando o conhecimento incompleto, as decisões tomadas pelos agentes econômicos, em ambiente de incerteza, são afetadas pelas expectativas e pelo grau de confiança depositada nestas expectativas. Nesse sentido, um importante papel a ser desempenhado pela autoridade monetária, por meio da política monetária, é aumentar ao máximo o nível de conhecimento na economia contribuindo assim para aumentar o grau de confiança nas expectativas.

## **1.2 Expectativas como Mecanismo de Transmissão da Política Monetária: uma breve consideração**

Em Keynes, as condições de oferta – decisões de preço, produção e alocação de fatores – são afetadas pelas expectativas de demanda que por sua vez são capazes de serem afetadas pela política monetária. Assim, firmas, ao formarem suas expectativas, avaliam as ações das autoridades monetárias e incluem essas avaliações nas suas expectativas.

Neste sentido, as expectativas que orientam as decisões em uma economia monetária de produção são consideradas um relevante canal de transmissão da política monetária. As ações implementadas pelas autoridades monetárias, por sua vez, somente alcançarão o objetivo desejado se os agentes econômicos possuírem confiança ou crença suficiente nos resultados capazes de afetarem os seus interesses. Dessa forma, funções comportamentais devem ser argumentadas por uma variável que represente a confiança do agente, ou sua crença.

Em suma, a confiança dos agentes se caracteriza como um elemento fundamental para o processo de propagação da política monetária pelo canal das expectativas, representando a percepção dos agentes econômicos quanto à postura da autoridade monetária e sua forma de conduzir a política monetária. Assim, uma relação pode ser estabelecida entre o “estado de expectativas” – que envolve as expectativas e a confiança dos indivíduos e firmas – e a reputação e transparência da autoridade monetária e a credibilidade de suas políticas.<sup>10</sup>

### **1.3 O Trinômio Reputação-Credibilidade-Transparência**

De acordo com os principais desenvolvimentos teóricos e empíricos que abordam o trinômio<sup>11</sup>, o conceito de credibilidade da política monetária encontra-se associada à capacidade da autoridade monetária em manter o compromisso com uma estratégia ou regra de condução da política monetária previamente estabelecida. Além do conceito de

---

<sup>10</sup> No capítulo três será conferido um maior grau de detalhamento para os mecanismos de transmissão da política monetária, com ênfase no canal das expectativas, enquanto nos capítulos quatro e cinco as funções comportamentais serão argumentadas por elementos expectacionais, estabelecendo a relação do trinômio com as expectativas dos agentes e, por conseguinte, com os resultados que se observam na economia.

<sup>11</sup> Estudos envolvendo tanto a credibilidade da política monetária quanto a reputação e a transparência da autoridade monetária foram desenvolvidos fundamentalmente pela ortodoxia econômica e com a preocupação de se observar os efeitos das políticas monetárias quando conduzidas ou sob regras ou de forma discricionária.

credibilidade da política monetária, a capacidade da autoridade monetária em atingir seus objetivos encontra-se relacionada com a avaliação que o público faz a respeito da reputação da autoridade responsável pela política monetária. Nesse sentido, depende da percepção que o público possui e da forma como espera que a autoridade monetária atue, assim como da confiança nessa percepção e nessas expectativas, ou seja, de sua reputação, para que uma política monetária seja considerada crível ou não pelo público.

Credibilidade e reputação são, em essência, conceitos distintos. Enquanto credibilidade refere-se ao grau de confiança que o público possui em relação à determinação e habilidade da autoridade monetária em atingir os objetivos anunciados, ou seja, se as políticas (ou planos) são críveis, reputação encontra-se relacionada à crença do público quanto às preferências dos *policymakers* e às expectativas que o público forma acerca das ações a serem tomadas pela autoridade monetária.<sup>12</sup>

A construção da reputação da autoridade monetária encontra-se relacionada à sua capacidade de cumprir com os seus anúncios, à sua capacidade de fazer convergir as expectativas formadas pelo público para um determinado objetivo e à imagem institucional<sup>13</sup> que o público possui a seu respeito. Nesse sentido, a formação da reputação da autoridade monetária tem como fundamento a avaliação de seus anúncios, de suas ações e do seu desempenho.

---

<sup>12</sup> De acordo com Blinder (1999, p. 4): “A central bank is credible if people believe it will do what it says”. A respeito do conceito de reputação, Drazen (2000, p. 168) argumenta que: “In everyday usage, ‘reputation’ often refers to generally held beliefs about an individual’s (or a group’s) character or characteristics. (...) Reputation can then be thought of in terms of the actions an agent is expected to take”.

<sup>13</sup> Para maiores detalhes acerca da relação entre imagem institucional e reputação ver Vieira (2003). Seu trabalho teve como objetivo investigar a relevância da imagem institucional do Banco Central na construção de sua reputação. Vieira segue as definições de Martineau (1958) e Dowling (1986, 1993) a respeito do que venha a ser imagem institucional, isto é, considera-se “a imagem institucional como a percepção global da empresa em determinado momento do tempo”. Vieira considera que a imagem institucional é um elemento distinto da reputação, mas que influencia fortemente sua determinação.

A reputação da autoridade monetária é, portanto, um estado de percepção do público a respeito de um conjunto de fatores que envolvem as preferências reveladas pela autoridade monetária, as ações que os agentes esperam que a autoridade monetária tome e a crença que o público possui quanto ao caráter e características da autoridade monetária. Quando esses fatores se modificam de forma inesperada, podem surgir alterações na percepção à incerteza levando a um ambiente de deterioração do “estado de expectativa” do público por meio da confiança que depositam em suas expectativas.

Um outro elemento importante na conquista da reputação pela autoridade monetária, que deve ser destacado, é a transparência com que a autoridade monetária faz seus anúncios e com que conduz a política monetária. A transparência atua influenciando na capacidade do banco central fazer convergir, mais rapidamente, as expectativas do público para os objetivos predeterminados.

O interesse cada vez maior acerca do papel que a transparência desempenha no processo de implementação e de condução da política monetária se reflete na crescente atenção que as autoridades monetárias de diversos países têm reservado à comunicação de suas políticas. Quando o banco central consegue fazer com que os agentes econômicos compreendam a sua visão do ambiente econômico, compartilhando informações e conhecimento por meio de uma linguagem entendida pelos distintos segmentos do público, então há ampliação da transparência. De acordo com Vieira (2003, p. 112):

“A exposição prévia da forma como o banco central reagirá ao aparecimento de contingências, permitirá que o público e o mercado compreendam sua lógica de atuação, o que reduz a probabilidade de uma interpretação equivocada de suas ações em vista de mudanças de cenário”.

Trabalhos como os de Cukierman (1994), Blinder (2000, 2001) e Geraats (2000, 2002, 2005) argumentam acerca dos benefícios que uma atuação mais transparente proporciona em termos de redução das incertezas.

A incerteza, segundo o pensamento pós-keynesiano, é um elemento característico do mundo real e desempenha um importante papel no processo de tomada de decisões dos agentes econômicos. De maneira generalizada, três amplas formas de incertezas podem ser identificadas: 1) incerteza que resulta do conhecimento imperfeito quanto ao *estado da economia*; 2) incerteza quanto a *estrutura da economia*, e; 3) incerteza acerca das *interações estratégicas* entre autoridade monetária e agentes privados.

O primeiro tipo de incerteza encontra-se basicamente relacionado à imperfeição dos dados que são disponibilizados para o público e para a autoridade monetária, ou seja, encontra-se associada, fundamentalmente, à qualidade e disponibilidade dos dados que servirão como base para as decisões dos agentes privados e governo; o segundo tipo de incerteza encontra-se relacionado ao conhecimento limitado acerca da estrutura e funcionamento da economia (um bom conhecimento a respeito de como os choques são propagados para a economia e em quanto tempo, e, também, de como as ações de política monetária são transmitidas para os preços e como afetam o produto e o emprego, permitem ao banco central tomar decisões de políticas apropriadas que impeçam possíveis ameaças à estabilidade dos preços, à estabilidade monetária-financeira e ao crescimento econômico), isto é, não existe consenso entre os economistas acerca do “verdadeiro” modelo de funcionamento da economia e, caso existisse tal modelo, a incerteza seria quanto aos parâmetros estruturais desse modelo; o terceiro tipo de incerteza diz respeito ao papel que as expectativas desempenham no processo de transmissão da política monetária e para a eficácia da política monetária, pois, de fato, as ações da autoridade monetária (políticas

implementadas e anúncios) se deparam com as reações dos agentes econômicos e dos mercados financeiros. Em geral, a tarefa da autoridade monetária será facilitada se os três tipos de incerteza forem reduzidos.

Em particular, se a incerteza estratégica for reduzida em ambas as direções, ou seja, se os agentes econômicos assim como a autoridade monetária exibirem padrões de comportamento altamente estáveis e previsíveis, e com base em um mesmo modelo de funcionamento da economia (implicando em redução da incerteza estrutural), então, existirá uma maior chance da política monetária atingir seus objetivos em um menor espaço de tempo e com um menor esforço.

Quanto à relação existente entre incerteza e transparência, um elevado nível de transparência permite aos agentes econômicos entender melhor a forma de atuação da autoridade monetária, implicando em um menor nível de incerteza. Ou seja, quanto mais transparente a atuação do banco central, então, melhor fundamentadas estarão as expectativas do público e, assim, com mais confiança tomarão suas decisões. Além disso, uma maior transparência reduz os custos de obtenção de informações sobre a política monetária por parte dos agentes, que, com isso, podem liberar recursos para atender outros objetivos.

A demanda por um maior grau de transparência<sup>14</sup> é um reflexo do desejo do público por mais conhecimento e informações relacionados às operações do banco central e ao modo de funcionamento da economia (Siklos, 2000). Ou seja, é uma demanda por insumos (conhecimento) que entrarão no processo de produção das expectativas e da confiança

---

<sup>14</sup> Geraats (2002) sugere cinco formas diferentes de transparência: transparência política (*political transparency*), transparência econômica (*economic transparency*), transparência de procedimento (*procedural transparency*), transparência de política (*policy transparency*) e transparência operacional (*operational transparency*).

capazes de afetar as decisões a serem tomadas pelos agentes econômicos. Como ressaltado por de Mendonça (2006, p.116):

“... a transparência tem papel relevante para que o público compreenda o funcionamento da política monetária, e, como consequência, aumente a velocidade de convergência de suas expectativas para as metas anunciadas”.

Os benefícios da transparência na condução da política monetária se refletem, portanto, em termos de redução das incertezas e aumento da responsabilidade na condução da política monetária.

São sugeridos três resultados do efeito da transparência da autoridade monetária e suas políticas sobre a capacidade do setor privado de fazer previsão, sobre a reputação e sobre a credibilidade: (i) a transparência aumenta a capacidade de previsão de ações e resultados da política monetária; (ii) a transparência tende a induzir a construção de reputação, pois, aumenta a sensibilidade das expectativas do setor privado relacionada a resultados e ações de políticas monetárias não-antecipadas, e; (iii) a transparência possui o potencial de aumentar a credibilidade da política monetária e fazer com que as expectativas do setor privado acerca de um determinado objetivo sejam mais estáveis no longo-prazo.

### **1.3.1 Reputação, Credibilidade e Transparência no Contexto de uma Economia Monetária de Produção**

Ao se trabalhar com os conceitos de economia monetária de produção, demanda efetiva e preferência pela liquidez, é aberta a possibilidade para situações econômicas em que a indução ao aumento do produto e do emprego, além da manutenção da estabilidade de preços, deve ser objeto da política monetária. Assim, a discussão sobre a influência da reputação, da credibilidade e da transparência da autoridade monetária e de suas políticas

sobre a economia deve ser ampliada para se assumir a não-neutralidade da moeda e a capacidade da autoridade monetária em alcançar outros objetivos que não somente a inflação baixa e estável. Em outras palavras, ao se ampliar o espectro de objetivos de política econômica, a interpretação sobre o significado do trinômio reputação-credibilidade-transparência na formação de expectativa dos agentes deve ser recolocado. Assim, a escolha pelo conceito de reputação da autoridade monetária como elemento de avaliação da autoridade monetária, ao invés da credibilidade – conceito muito melhor associado às suas políticas – justifica-se pelos seguintes motivos:

- 1) Ser um conceito capaz de conter uma carga menor de valores teóricos e ideológicos intrínsecos, pois, os modelos tradicionais que abordam a importância da credibilidade da política monetária argumentam pela adoção de regras, dado que assumem expectativas racionais e neutralidade da moeda, o que para o pensamento pós-keynesiano representaria a subutilização da política monetária;
- 2) Refletir a percepção que o público possui acerca da instituição que implementa as políticas e não a percepção acerca da política que está sendo implementada;
- 3) Ser um elemento capaz de afetar a confiança e as expectativas do público.

A reputação da autoridade monetária é formada por acontecimentos progressos, no entanto, é capaz de influenciar as expectativas que os agentes irão formar acerca de acontecimentos futuros. É de se esperar, portanto, que uma autoridade monetária com uma reputação bem definida, consolidada e agindo com transparência faça convergir, de maneira mais acelerada, as expectativas do público para o(s) objetivo(s) pretendido(s).

A seção seguinte identifica como a autoridade monetária, por meio do trinômio, afeta o “estado de expectativas” dos agentes e, assim, os resultados observados para variáveis

reais e nominais na economia. Deve ser destacado que, a influência do trinômio não significa somente mais informação para a formação do “estado de expectativa”, mas, também, mais conhecimento para o processo decisório dos agentes. A abordagem aqui apresentada contrapõe-se com a visão tradicional na qual o trinômio assume papel de oferecer mais informação, estando subentendido que os agentes detêm o conhecimento necessário para antecipar corretamente as ações a serem tomadas pelas autoridades monetárias.

### **1.3.2 O Trinômio e sua Influência sobre o Estado de Expectativa**

Para que a autoridade monetária possua maior capacidade de afetar o “estado de expectativa” dos agentes, e assim, por meio de intervenções monetárias atinja os objetivos predeterminados mais rapidamente e com maior eficácia, deve definir e fortalecer sua reputação, seguir políticas críveis e agir de forma mais transparente possível. Desse modo, reputação, credibilidade e transparência servem como catalisadores no processo de convergência das expectativas e da confiança do público para os objetivos previamente determinados pela autoridade monetária. A confiança do setor privado nas ações de política monetária e na própria autoridade monetária é determinante para a eficácia da política monetária que se propaga por meio das expectativas.

Os resultados pretendidos de serem alcançados pelas ações de política monetária por meio do canal das expectativas estão sujeitos à confiança do público na autoridade monetária e em suas políticas. A percepção à incerteza que é afetada tanto pelo conhecimento que o público possui quanto pela sua disposição otimista, pode aumentar ou

diminuir de acordo com a reputação da autoridade monetária, com o grau de transparência com que atua e com a credibilidade da política ou regime monetário que adota.

Como foi visto, a literatura aponta que a transparência da autoridade monetária e os sinais por ela emitidos atuam fortalecendo a credibilidade de suas políticas e aumentando sua reputação. Assim é de se esperar que haja um impacto positivo de políticas monetárias bem formuladas sobre o lado real da economia, tendo como princípio a lógica de funcionamento de uma economia monetária de produção. Nesse sentido, a transparência e os sinais emitidos pela autoridade monetária revelam informações e conhecimento sobre o seu comportamento presente e futuro e, portanto, atuam no sentido de afetar as expectativas correntes e futuras que os agentes formam para variáveis como a inflação, o produto e o emprego. Isto é, o trinômio reputação-credibilidade-transparência afeta o ambiente institucional da política econômica e, nesse sentido, acaba por influenciar o estado de expectativa dos agentes.

Identificar o mecanismo pelo qual o trinômio exerce influência sobre as decisões a serem tomadas pelo setor privado envolve conhecer os elementos capazes de afetar o “estado de expectativas” dos indivíduos. O Quadro 1<sup>15</sup> ilustra como o trinômio exerce influência sobre o estado de expectativa e, conseqüentemente, sobre as decisões dos agentes e a performance da economia.

O esquema apresenta a reputação, a credibilidade e a transparência afetando diretamente o conhecimento dos agentes. O elemento conhecimento influi tanto na percepção à incerteza quanto nas expectativas, sendo, por meio da percepção à incerteza, o canal pelo qual altera o grau de confiança dos agentes. O “estado de expectativa” que norteia as decisões de firmas, bancos e demais agentes econômicos de um modo geral será

---

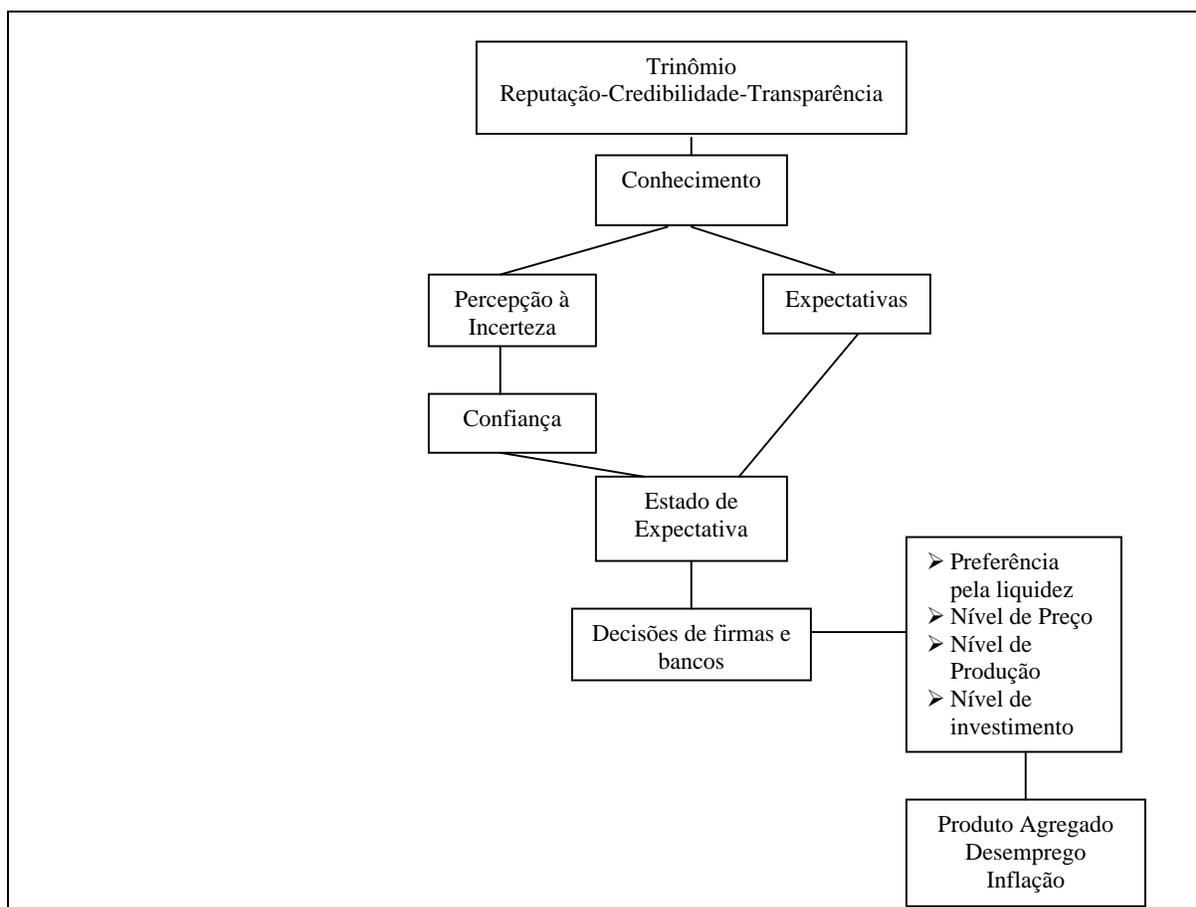
<sup>15</sup> O Quadro 1 tem como referencial o esquema apresentado por Dequech (1999a).

caracterizado ou como otimista ou como pessimista, de acordo com a influência do trinômio sobre o conhecimento.

Deve ser ressaltado que, enquanto Dequech (1999a) relaciona uma situação de otimismo ou de pessimismo ao elemento “disposição otimista (animal spirits)”, aqui otimismo e pessimismo encontram-se associados ao “estado de expectativas”. Dequech (1999a, p. 420) sugere o seguinte:

“In our scheme, situations of fundamental uncertainty are not reduced to a simple dichotomy between action and inaction; rather, there can be *different types of action*, depending on the quality and the intensity of the optimistic disposition. The idea to be conveyed is that of a disposition that comes in (ordinal) degrees and is combined with optimism or pessimism”.

Quadro 1: O Trinômio e o Estado de Expectativa



O esquema aqui apresentado pode ser assim explicado: Uma autoridade monetária apresentando reputação bem definida e consolidada (compatível com o conceito de economia monetária de produção e com a hipótese de não-neutralidade da moeda), atuando por meio da implementação de políticas críveis e de forma transparente, tende a fazer com que o conhecimento dos indivíduos se amplie. Nesse sentido, a percepção à incerteza se reduz, aumentando a confiança nas expectativas formadas acerca de acontecimentos futuros e, conseqüentemente, gerando um estado de expectativa otimista. Tal otimismo se reflete na escolha por um portfólio de ativos voltado para obtenção de ganhos de longo prazo, ou seja, estimulando a escolha por ativos reais (investimentos), reduzindo a preferência pela liquidez e, assim, estimulando o produto e a renda da economia.

Adquirir um ativo requer do investidor a avaliação de dois quesitos básicos: rentabilidade esperada e liquidez. Pelo fato dos títulos e a própria moeda possuírem um maior grau de liquidez em relação aos ativos de capital, a decisão de investimento será fundamentalmente influenciada pelas expectativas acerca das rentabilidades oferecidas pelos diferentes ativos. Uma política monetária que tenha como objetivo estimular a taxa de crescimento da economia deve estimular os agentes a trocarem liquidez por iliquidez e a trocarem rendimentos de juros por lucros, por meio da aquisição de bens de capital ao invés de ativos financeiros. O estado de otimismo irá se refletir também na expectativa do público a respeito da capacidade da autoridade monetária em atingir os objetivos firmados para a inflação. Se os agentes acreditam (esperam) que as metas estabelecidas para a inflação serão alcançadas, pois a autoridade monetária revelou seu desejo pela manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável e fará o que for necessário para que isso aconteça, então, acabam por reajustar preços e formar expectativas com base na meta.

Em outras palavras, sendo a preferência pela liquidez uma resposta às incertezas que permeiam a economia, uma autoridade monetária com elevada reputação e atuando de forma transparente por meio da implementação de políticas consideradas críveis de promoção da estabilidade com crescimento deveria ser capaz, por exemplo, de conduzir o “estado de expectativa” do setor privado no sentido de estimular os investimentos em ativos fixos, ou seja, de promover a troca de ativos líquidos por ativos menos líquidos.<sup>16</sup> No caso inverso, uma autoridade monetária com baixa reputação e atuando de forma opaca quanto ao objetivo de gerar estabilidade com crescimento, ou seja, com baixo grau de transparência em relação a ambos os objetivos, exerce uma influência sobre os agentes econômicos no sentido de induzi-los a preferirem à liquidez, além de enfrentar maiores dificuldades para manter a taxa de inflação baixa e estável.

Em um mundo onde decisões são tomadas com base em expectativas sobre um futuro incerto, instituições são criadas para dar confiança às expectativas e com isso viabilizar as operações econômicas. Dentre as instituições mais importantes numa economia monetária de produção encontram-se a autoridade monetária e suas políticas. Exatamente pela sua capacidade de influir em resultados reais na economia, a sua gestão é determinante para a estabilidade do estado de expectativas.

---

<sup>16</sup> De acordo com Mollo (2004, p. 337): Em momentos de incerteza e de baixo grau de confiança nas expectativas, a decisão de investir é comprometida porque as pessoas preferem a liquidez da moeda, retendo-a, o que inibe o investimento e, via efeito multiplicador, restringe ainda mais o crescimento da renda e do emprego. Esta é a fonte da não-neutralidade para Keynes e os pós-keynesianos.

## Considerações Finais

Tendo como referenciais teóricos a literatura que aborda a influência da reputação, da credibilidade e da transparência sobre a economia e o esquema desenvolvido por Dequech (1999a) acerca dos elementos determinantes do “estado de expectativas”, o capítulo advertiu que para a consolidação de um estado de expectativas propício para as decisões de investimento, que permita a contínua ampliação de renda e emprego com estabilidade de preços, é necessário que a autoridade monetária tenha uma reputação adequada a esses objetivos e adote práticas transparentes na condução da política econômica. Sua capacidade de induzir os agentes a trocarem posições mais líquidas por menos líquidas, aumentando o nível de demanda agregada na economia, depende da adoção de políticas econômicas planejadas segundo um sólido conhecimento de como agentes econômicos decidem sob incerteza.

A teoria de uma economia monetária de produção permite entender como as decisões de firmas e consumidores, tomadas isoladamente e em um ambiente de incerteza, são determinantes para o nível de preços e de produto agregados, sendo a política monetária capaz de afetar ambas as decisões por meio dos motivos que explicam a preferência pela liquidez dos agentes. A não-neutralidade da moeda justifica a capacidade da política monetária em afetar os motivos que levam os agentes a preferirem ou não a liquidez, provocando, assim, flutuações no produto e nos preços. A política monetária que tenha como objetivo o aumento do investimento e do ritmo de crescimento da economia se depara com agentes econômicos agindo orientados pelas suas expectativas e pelos sinais emitidos

pelo banco central. Assim, a autoridade monetária deve sinalizar no sentido de estimular o escoamento de moeda da circulação financeira em direção a circulação industrial.

Contrário à ênfase do pensamento tradicional, que defende a busca somente da estabilidade da inflação e das expectativas para a inflação por parte da autoridade monetária por meio de uma política econômica crível, o pensamento de inspiração keynesiana propõe objetivos mais amplos para a política econômica. Ao assumir a não-neutralidade da moeda e ao reconhecer que o público não somente forma expectativas para a inflação, mas, também, para eventos que sejam capazes de afetar a lucratividade de seus negócios a longo prazo, é conferido ao banco central um campo de atuação muito mais amplo do que o proposto pela ortodoxia. Para keynesianos a política econômica mais do que adicionar informação para a formação de expectativas dos agentes é um elemento a acrescentar conhecimento sobre o funcionamento da economia.

Conforme Keynes e pós-keynesianos existem inúmeras situações de equilíbrio na economia associadas aos diferentes tipos de políticas implementadas, logo, uma política monetária crível, será aquela implementada por uma instituição com capacidade de coordenar expectativas e reduzir incertezas dos agentes. O resultado bem sucedido de políticas com esse teor é o de reforçar a confiança dos agentes atuando sobre o estado de expectativas. A eficácia da política monetária encontra-se, portanto, condicionada à reação dos agentes econômicos. Ou seja, depende tanto da forma como os instrumentos são manipulados, como, também, das avaliações a respeito dos acontecimentos futuros que os agentes econômicos realizam quanto ao comportamento da demanda agregada. Se existir uma autoridade monetária capaz de emitir sinais e implementar políticas que direcionem as

decisões dos agentes no sentido dos resultados que busca atingir, então, essa autoridade monetária será responsável por uma maior contribuição para esses resultados observados.

Em suma, as expectativas empresariais sobre a demanda futura são determinantes para emprego e produto por meio das decisões de produção e investimento. Tanto a figura da autoridade monetária quanto suas políticas são poderosos elementos capazes de afetar os resultados observados na economia, pois, influem na formação das expectativas e da confiança dos agentes.

## *CAPÍTULO II*

### *Regra Monetária sob Metas de Inflação e Mecanismo de Formação de Preços*

#### **Introdução**

Tendo discutido como o trinômio (reputação, credibilidade e transparência) afeta o estado de expectativas, este capítulo discute a influência do regime de metas de inflação com a adoção de uma regra de política monetária sobre o desempenho econômico, estabelecendo a inter-relação entre meta de inflação, regra de política monetária, trinômio, formação de preços, geração de fundos internos e acumulação de capital. Nesse sentido, a seguinte questão é colocada: a adoção de uma meta para a inflação induz a resultados indesejados em termos de crescimento econômico, ou seria a regra que orienta a condução da política monetária limitada, induzindo, assim, a economia a um constante estado de semi-depressão? Ou seja, é possível conciliar estabilidade de preços com crescimento econômico sob o regime de metas de inflação? Para responder a questão, o capítulo se divide da seguinte maneira: a seção 2.1 discute a política monetária sob o regime de metas, a seção 2.2 apresenta o processo de formação de preços, segundo a abordagem pós keynesiana, onde o mark up é entendido como uma variável estratégica para a firma; e; na última seção são apresentadas as considerações finais do capítulo, destacando que o entendimento do processo de formação de preços pela firma é fundamental para se avaliar a eficácia da política monetária.

## **2.1 Política Monetária sob o Regime de Metas de Inflação**

O diagnóstico de inflação, supondo a hipótese de neutralidade da moeda no longo prazo, conduz a política monetária para o regime de regras, cuja principal preocupação é com os resultados que se observam para o comportamento da inflação, conferindo pouca ou quase nenhuma atenção ao nível de emprego e ao produto, como é o caso da Regra de Taylor. Nesse sentido e particularmente para o caso brasileiro recente, o que vem se verificando é o resultado pouco expressivo em termos de crescimento econômico, tendo a inflação e as expectativas de inflação que serem controladas a duras penas impostas pela regra de política monetária.

A presente seção trata de apresentar os fundamentos e os principais atributos do regime de metas de inflação, destacando a situação em que a condução da política monetária tem como referência a Regra de Taylor. A principal crítica não se encontra relacionada a adotar ou não metas para a inflação – explícitas ou implícitas – mas sim, à regra de política monetária que se utiliza somente de manipulações da taxa de juros, e que por sua vez, ignora os determinantes do processo de formação de preços, os determinantes (de um modo geral) do comportamento da inflação e a influência da política monetária sobre o lado real da economia. A crítica reside, em última instância, na questão envolvendo a sub-utilização da política monetária, sustentada pelo princípio da neutralidade da moeda.

### **2.1.1 Teoria e Atributos do Regime: Visão Convencional**

O regime de metas de inflação possui como um dos principais atributos a fixação e o anúncio de uma meta quantitativa para a taxa de inflação dos períodos subsequentes, com a

finalidade de servir como principal referência para o processo de formação de expectativas para a inflação e como principal guia para a condução da política monetária. É caracterizado pelo anúncio oficial de uma meta pontual para a taxa de inflação ou de um intervalo (banda) para flutuação da taxa de inflação e pelo explícito reconhecimento de que o principal objetivo da política monetária é com a manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável.<sup>17</sup>

De acordo com Bernanke *et alli* (1999, p. 4):

“inflation targeting is a framework for monetary policy characterized by the public announcement of official quantitative targets (or ranges) for the inflation rate over one or more time horizons, and by explicit acknowledgment that low and stable inflation is monetary policy’s primary long-run goal”.

Entretanto, é importante destacar que o regime de metas de inflação não se resume exclusivamente a fixação de uma meta previamente anunciada e que deve ser perseguida pela autoridade monetária, mas sim em um conjunto de medidas e hipóteses que sustentam a idéia principal, que é a busca pela estabilidade de preços no longo prazo. De acordo com Arestis (2003, p. 2), o arcabouço do regime de metas de inflação pode ser resumido pelas seguintes características:

“(i) the setting by government (normally) of a numerical target range of the rate of (price) inflation; the use of monetary policy as the key policy instrument to achieve the target, with monetary policy taking the form of interest rate adjustment; (iii) the operation of monetary policy in the hands of an “independent” Central Bank; (iv) monetary policy only concerned with the rate of inflation, and the possible effects of monetary policy on other policy objectives is ignored, or assumed to be non-existent, with the exception of short-term effects”.

---

<sup>17</sup>Segundo Mishkin (2004), o regime de metas de inflação compreende cinco elementos fundamentais: “1) the public announcement of medium-term numerical targets for inflation; 2) an institutional commitment to price stability as the primary goal of monetary policy, to which other goals are subordinated; 3) an information inclusive strategy in which many variables, and not just monetary aggregates or the exchange rate, are used for deciding the setting of policy instruments; 4) increased transparency of the monetary policy strategy through communication with the public and the markets about the plans, objectives, and decisions of the monetary authorities; and 5) increased accountability of the central bank for attaining its inflation objectives.

Os defensores do regime de metas de inflação acreditam que ele desempenha basicamente duas funções: (i) serve como elemento de coordenação de expectativas dos agentes econômicos (principalmente aqueles que operam no mercado financeiro), e; (ii) funciona como mecanismo de transparência para a condução da política monetária, auxiliando na redução das incertezas (Leiderman e Svensson, 1995).

Como um dos objetivos do regime é coordenar as expectativas de inflação dos agentes econômicos, então, quanto maior a transparência das ações da autoridade monetária, maior será o nível de confiança do mercado em relação às mesmas. Segundo Monteiro (2006, p. 17):

“existe um incentivo intrínseco ao próprio regime, que induz os *central bankers* a fornecer para o mercado, as informações corretas sobre suas verdadeiras pretensões em relação à condução da política monetária, porque caso sejam enganados, passam a não acreditar na autoridade monetária, minando a credibilidade das suas políticas”.

Considerando a influência exercida pelas expectativas de inflação sobre a inflação efetiva e, a influência exercida pela política monetária sobre essas expectativas, é possível argumentar em termos práticos a favor da utilização do regime de metas de inflação como forma de manter a inflação sob controle. Porém, o regime de metas de inflação por si só não é suficiente para assegurar uma trajetória desejável para a inflação e/ou para as expectativas de inflação. É fundamental que a autoridade monetária atue por meio de políticas críveis, de maneira transparente e emitindo sinais aos agentes com base em sua força reputacional acumulada. Os defensores do regime de metas de inflação conferem grande importância à tríade: comunicação, transparência e *accountability*, como elementos fundamentais para a definição e implementação de uma política monetária eficaz de combate à inflação.

Alguns dos benefícios argumentados em favor da adoção do regime de metas de inflação estão relacionados aos seus impactos sobre as expectativas de inflação e aos custos sobre o produto, o emprego e a renda atribuídos às políticas de desinflação. Sob esse regime, a autoridade monetária conduz a política monetária de maneira *forward-looking*, isto é, reagindo fortemente a mudanças nas expectativas de inflação e as pressões inflacionárias. Ou seja, a autoridade monetária busca, constantemente, influenciar as expectativas de inflação formadas pelo público de modo a fazer com que essas sejam levadas e induzam a inflação observada a convergir para a meta predeterminada. Os que advogam a favor desse regime argumentam que, com a sua adoção, a autoridade monetária irá possuir uma maior capacidade de influenciar as expectativas de inflação desde que atuem por meio de regras críveis<sup>18</sup> de política monetária. Sugerem, assim, que a condução da política monetária deve estar associada à perseguição de um único objetivo: atingir a meta de inflação, pois, no longo prazo, produto e emprego encontrar-se-ão em suas taxas naturais.

Vale ressaltar que embora a política monetária tenha a meta pontual de inflação como principal objetivo, a estratégia, de fato, mais utilizada para a prática do regime de metas de inflação tem sido o anúncio de uma meta pontual com bandas de tolerância, o que confere certo grau de flexibilidade à política monetária.<sup>19</sup>

---

<sup>18</sup> Sob a ótica do arcabouço teórico que sustenta esse regime, uma política crível é resultado de dois tipos de credibilidade: (i) a operacional, referente à habilidade de o banco central fazer uso da política monetária, de modo a fazer com que a meta de inflação anunciada seja cumprida; e, (ii) a política, que reflete o temor dos investidores em relação à probabilidade do regime monetário mudar, por conseguinte, levando a busca da estabilidade de preços a deixar de ser prioridade para a condução da política monetária.

<sup>19</sup> Entretanto, por mais que uma banda mais larga represente maior flexibilidade e maior probabilidade de a meta ser alcançada, quando a autoridade monetária não atua de maneira transparente e não possui reputação – quando as incertezas aumentam na economia – prejudica a formação de expectativas de inflação dos agentes econômicos que tendem a formá-las à margem da banda superior. Nesse sentido, além da política monetária ser conduzida de maneira mais austera, verificar-se-á uma maior demora para o alcance da estabilidade de preços, o que por outro lado representarão outros resultados macroeconômicos inferiores – como os verificados para emprego e produto – com flutuações indesejadas.

O principal instrumento de política no regime de metas de inflação é a manipulação da taxa básica de juros da economia. A decisão por fixar a taxa básica de juros em um determinado nível é fortemente influenciada pelas expectativas formadas para a inflação e pelo comportamento observado para a trajetória de inflação. Nesse sentido, a autoridade monetária se utiliza da seguinte regra: manipula a taxa básica de juros em resposta aos desvios das expectativas de inflação e da própria inflação observada em relação à meta de inflação, com intuito de fazer convergir tanto uma quanto a outra novamente para a meta.

Apesar de algumas importantes diferenças existentes quanto ao regime de metas de inflação a ser adotado – se meta pontual ou com intervalo de tolerância; se utilização do índice cheio ou do núcleo e etc. – os proponentes desse regime compartilham de uma mesma crença acerca do processo inflacionário: a inflação é sempre um fenômeno estritamente determinado pela demanda. Sendo assim, geralmente ignoram pressões inflacionárias explicadas pelos custos, argumentando que são fenômenos transitórios, que se anulam ao longo do tempo, dedicando, portanto, atenção ao hiato do produto – sendo esse o principal referencial para a existência de pressões de demanda.

Esquemáticamente pode-se representar a seqüência de efeitos da política monetária sobre as firmas, quando a economia se encontra sob o regime de meta de inflação baseada em regra e as expectativas de inflação se alteram, da seguinte maneira:

Se há expectativa de aumento da inflação porque o hiato do produto diminui → aumenta-se a taxa básica de juros → firmas contraem produção e preços

Se há expectativa de queda da inflação porque o hiato do produto aumenta → reduz-se a taxa básica de juros → firmas aumentam produção e mantêm preços

Manipulações na taxa básica de juros implicam mudanças no grau de liquidez da economia, com efeitos importantes sobre o financiamento de planos de investimento em ativos fixos e no grau de preferência pela liquidez, com impactos sobre a decisão de investimento. Baixos níveis de investimento, por longos períodos de tempo, resultado de uma alta preferência pela liquidez influenciada em parte por elevadas taxas de juros, levam a uma redução no potencial de crescimento da economia. Essa redução faz com que breves períodos de aquecimento reduzam rapidamente o hiato do produto, provocando uma reação da política monetária que compromete ainda mais o potencial de crescimento.

A discussão que envolve a implementação do regime de *metas de inflação* e a forma como a política monetária deva ser conduzida é o estágio atual do debate regras *versus* discricionariedade<sup>20</sup>, que por sua vez, se apóia em uma outra discussão, qual seja, a neutralidade *versus* a não-neutralidade da moeda no curto prazo e/ou no longo prazo. Em geral, aqueles que defendem a neutralidade da moeda argumentam pela necessidade de utilização de regras de política monetária de modo a garantirem a aplicação de políticas dinamicamente consistentes, evitarem o viés inflacionário e, por conseguinte, alcançar o objetivo principal que é a estabilidade dos preços.

---

<sup>20</sup> Como aponta de Mendonça (2001, p. 65): “Uma das principais características do regime de metas para a inflação é que essa estrutura não pode ser entendida como um caso de regra rígida. De forma diferente de simples regras políticas, as metas para a inflação permitem ao BCB o uso de modelos de estrutura e decisão em conjunto com todas as informações relevantes para determinar a ação política mais adequada para obter a meta anunciada. Além disso, há a vantagem de que o regime em consideração possibilita o uso de políticas discricionárias sem levar à perda de credibilidade”.

### **2.1.2 Meta de Inflação e a visão pós-Keynesiana**

Sob a hipótese da não neutralidade da moeda, a política monetária é eficaz em alterar tanto variáveis nominais quanto variáveis reais.<sup>21</sup> Nesse sentido, entende-se a política monetária como desempenhando o papel de estabilização de variáveis nominais e estimulando emprego e produto, criando um ambiente propício para as decisões de investimento na economia.

Da mesma forma que na visão convencional, o canal das expectativas é tido como um dos mais importantes para a propagação da política monetária<sup>22</sup>, como exposto no capítulo um (e apresentado com mais detalhes no capítulo três), tanto a política monetária de fato implementada quanto a postura assumida pela autoridade monetária desempenham o papel de orientar as expectativas e o grau de confiança nessas expectativas. Sendo assim, conforme aponta Carvalho et al. (2000, p. 171):

“a eficácia da política monetária não depende exclusivamente da utilização dos seus instrumentos, mas é função, fundamentalmente, das avaliações sobre contextos futuros feitas pelos agentes econômicos”.

Essas avaliações deverão levar em conta o crescimento potencial futuro da economia, variável determinante na alocação de recursos reais e financeiros de longo prazo pelos agentes econômicos.

Oreiro e Passos (2005) listam três requisitos que devem ser observados para que a política monetária seja eficaz quando se utilizam meta para a inflação: (i) deve haver uma clara separação entre a autoridade responsável pela fixação das metas e a autoridade

---

<sup>21</sup> A política monetária que tem como objetivo estimular o crescimento econômico deve induzir os agente a trocaram liquidez por iliquidez, assim como, a trocaram rendimentos de juros por lucros.

<sup>22</sup> Para maiores detalhes acerca dos mecanismos de transmissão monetária, ver: de Mendonça (2001), Berk (1998), Mishkin (1995) e Taylor (1995).

responsável pela obtenção das metas, (ii) as metas devem refletir adequadamente as preferências da sociedade, e, (iii) a fixação da taxa básica de juros deve ser feita com base em expectativas inflacionárias de agentes que possuam poder efetivo de fixação de preços.

Nessa perspectiva, com destaque para o terceiro requisito, a autoridade monetária deve levar em consideração o fato de que as expectativas formadas pelos diferentes agentes econômicos trazem implícitos os interesses participativos desses agentes referentes ao processo de distribuição da renda. Como, sob o regime de metas de inflação, as expectativas de inflação afetam a condução da política monetária, os agentes com intuito de influenciarem a política monetária e, assim, promoverem redistribuições de renda em seus próprios benefícios, formam expectativas de modo a exercerem influência sobre a autoridade monetária e, com isso, atenderem seus interesses. Um regime de metas de inflação que leve em consideração esse efeito deve, conforme sugerem Oreiro e Passos (op. cit.), considerar tanto as expectativas formadas pelos agentes que operam no sistema financeiro, como também, as expectativas de inflação formadas por outros setores de atividade e também a academia. Uma sugestão que pode ser feita, nesse caso, é pela necessidade – por parte da autoridade monetária – de empregar um esquema de ponderação quando forma suas próprias expectativas com base nas expectativas dos demais agentes.

Quanto mais rapidamente a autoridade monetária for bem sucedida em instaurar um ambiente estável de preços, reduzindo tanto a variabilidade da inflação quanto a própria taxa, supõe-se que as condições ideais que levarão a um processo de crescimento econômico desejado e sustentável, com reduzida variabilidade do produto, estarão criadas. No entanto, considerando a não-neutralidade da moeda, a utilização de uma regra – como a de Taylor (1993) – embora seja capaz de proporcionar a convergência das expectativas de inflação e da própria inflação para a meta, em uma situação onde existe capacidade ociosa,

pode induzir a economia a conviver com constantes taxas de crescimento abaixo daquelas desejadas pela sociedade, devido ao ambiente desfavorável criado para as decisões de investimento.

Dessa forma, sugere-se que a regra de combate à inflação por meio de manipulações da taxa básica de juros orientada pelos desvios da inflação e das expectativas de inflação em relação à meta, ignora as origens do processo inflacionário, podendo se tornar uma ameaça para a própria autoridade monetária, criando o que pode se denominar de uma “armadilha de credibilidade”. Ou seja, a credibilidade da política monetária não deve ser analisada somente como sendo capaz de promover a estabilidade da inflação. Pelo fato de ser capaz também de afetar o lado real, sua constante utilização como instrumento de combate à inflação pode levar a perda de credibilidade quando necessária para estimular a economia por meio do canal das expectativas, quando a inflação já estiver baixa e estável.

Nesse sentido, ao agir condicionada a regra e sob a hipótese de neutralidade da moeda, a autoridade monetária cria a seguinte reputação: toda vez, independente do motivo, que a inflação e as expectativas de inflação se desviarem da meta, a autoridade monetária irá atuar por meio de manipulações na taxa de juros, induzindo, conseqüentemente, os agentes a formarem expectativas para a inflação convergentes para a meta. Paralelamente é criada, também, a reputação de ser uma instituição isenta de responsabilidades relacionadas ao estímulo do emprego, do produto e da renda da economia, o que por sua vez, induz os agentes a formarem expectativas pessimistas quanto à eficácia da política monetária em afetar positivamente o lado real.

A utilização desse tipo de regra, de fato, é capaz de reduzir a inflação, no entanto, ao custo de uma redução da demanda agregada, que por vezes pode não ter sido o foco da pressão inflacionária. Uma crítica que pode ser feita ao pensamento convencional é que o

problema não reside no dilema entre adotar uma meta para a inflação ou não, mas sim, no fato de se conduzir a política monetária por meio de uma regra (como a de Taylor) e na reputação que se busca criar para a autoridade monetária, as quais isentam a autoridade monetária da totalidade de suas responsabilidades.

Uma contribuição do pensamento pós-keynesiano ao debate sobre a eficácia da política monetária é buscar entender de que maneira a política monetária deve ser conduzida quando adotada uma meta para a inflação, dado que: (1) a moeda é não-neutra, possuindo a capacidade de afetar variáveis reais e nominais e (2) o processo inflacionário possui diferentes causas e não somente é iniciado por meio de pressões de demanda. Como vimos, nessa situação, a recomendação de uma regra, como a de Taylor, é limitada, sendo sua confiança questionável (Kozicki, 1999), pois, desconsidera as causas da inflação e os elementos determinantes e as estratégias estabelecidas pelas firmas para o processo de formação de preços, em particular a necessidade de acumulação de fundos internos para sustentar seu crescimento.

Assim, para avançarmos nessa discussão, é importante entender como preços são formados em economias de mercado. A política monetária para ser considerada eficaz deveria operar como coordenador de expectativas sobre o crescimento sustentável da economia, ou seja, influenciando positivamente na formação de expectativas de longo prazo, que afetam a taxa de investimento produtivo.

## **2.2 Teoria dos preços pós-keynesiana**

De acordo com a abordagem pós-keynesiana, o papel que os preços exercem em economias de mercado e as alterações que nele se verificam vão além do mecanismo de

ajuste entre oferta e demanda. Os movimentos nos preços resultam “de um processo de arbitragem coletiva sobre a distribuição de uma produção dada, onde o elemento dinâmico básico é a mutabilidade dos desejos dos consumidores individuais no gozo de sua liberdade” (Kandir, 1989, p. 26). E o autor ainda ressalta que “o processo de formação dos preços constitui, antes de mais nada, uma dimensão do processo de valorização dos capitais” (op. cit., p 87).

A literatura pós-keynesiana<sup>23</sup> entende que o processo de formação dos preços compreende uma decisão das firmas quanto a sua estratégia de crescer considerando aspectos relacionados à percepção dos empresários no que diz respeito ao comportamento futuro dos custos de produção e financiamento, da demanda e da concorrência.<sup>24</sup> Conforme aponta Kandir (op. cit., p. 88):

“Os processos de decisão de preços, *mark-ups* desejados, quantidades produzidas, investimento e padrão de financiamento não são isolados. Ao contrário, constituem várias dimensões de um único processo de definição da estratégia de acumulação dos capitais particulares”.

Assim, as decisões de formação de preços não podem ser separadas nem do planejamento do investimento, nem do conflito distributivo entre trabalhadores e capitalistas (Eichner, 1976.)

---

<sup>23</sup> Por exemplo, Minsky, 1986, 2004; Eichner, 1973, 1976, 1985; Shapiro, 1981; Shapiro e Sawyer, 2003; Kenyon, 1979; Harcourt e Kenyon, 1976; Wood, 1975; Kandir, 1989; Arestis e Milberg, 1993-94; Feijó, 1997; Nell, 1992, dentre outros.

<sup>24</sup> A abordagem pós-keynesiana segue as considerações apresentadas por Penrose (1959) acerca dos objetivos estabelecidos pela firma e sua influência sobre a dinâmica das economias capitalistas. As firmas ao estabelecerem a busca por um crescimento contínuo e acelerado de sua estrutura de capital, como principal objetivo, estariam atuando de forma determinante para o processo dinâmico de crescimento e desenvolvimento de uma economia capitalista.

## 2.2.1 Formação dos preços em economias de mercado

Os objetivos de crescimento estabelecidos pelas firmas nos vários mercados onde operam são determinantes para explicar os movimentos que se observam nos preços. Ou seja, os preços são determinados levando em conta as estratégias estabelecidas para que seus objetivos de longo prazo sejam alcançados. Nesse sentido, tanto o poder de formar preço da firma é enfatizado como, também, o uso desse poder, de modo a atender os interesses de crescimento e sobrevivência, no longo prazo. (Shapiro e Sawyer, 2003, p. 355). O preço, portanto, é uma variável estratégica que se modifica tanto por influência do mercado quanto por decisões tomadas pelas firmas para atingirem seus objetivos, considerando as expectativas de evolução do contexto macroeconômico.

Os objetivos estabelecidos pelas firmas são decisivos para a determinação e variação do *mark up*. Tanto o *mark-up* e conseqüentemente os preços estão sujeitos a alterações conforme os interesses das firmas.<sup>25</sup> Em alguns momentos, por exemplo, por mais que a firma possa se encontrar em uma situação com graus de liberdade suficientes para promover aumentos de preços, legitimados por pressões da demanda, sua decisão pode ser por não fazê-lo caso os resultados não sejam compatíveis com seus objetivos de longo prazo. A firma poderia estar, com essa atitude, aumentando lucros em um primeiro instante, contudo, dependendo do grau de concorrência, podendo vir a perder fatias de mercado para firmas concorrentes.

As firmas, por meio de suas estratégias de formação de preços, são capazes de desenvolverem, expandirem e protegerem seus mercados, alterando, assim, sua

---

<sup>25</sup> Shapiro e Sawyer (2003, p. 358) afirmam que: “Prices do not necessarily change with the demand for products just as they do not necessarily change with the costs, and they do not so for the same reason: the price changes may not be in the interests of the firm.”

lucratividade e seu grau de competitividade. O processo de crescimento da firma encontra-se tanto subordinado a sua lucratividade quanto ao nível de competitividade que possui. Como as políticas de preços assumidas pelas firmas são capazes de afetar tanto a sua lucratividade quanto a sua competitividade, os preços acabam por refletir os interesses das firmas ao invés de somente as condições das indústrias ou dos mercados que estejam inseridas. Nesse sentido, a política monetária, ao influir no ritmo de expansão da economia, também estará afetando os prognósticos da firma quanto às suas estratégias de crescimento.

A política de determinação dos preços é um dos componentes na geração de fundos necessários ao financiamento das despesas planejadas de investimento das firmas, logo existe uma forte relação estabelecida entre preços, lucros e investimentos. Eichner (1985), assim como Kalecki<sup>26</sup> (1952), se dá conta que os lucros representam a fonte principal de fundos utilizados para financiar os investimentos e para alavancar recursos no mercado financeiro. Portanto, os preços estabelecidos pelas firmas desempenham um papel fundamental no processo de crescimento da firma.<sup>27</sup>

Como decorrência desse raciocínio, o processo de determinação do *mark up* não deve ser visto como simplesmente explicado por condições de curto prazo associadas à demanda, como sugerem os modelos de formação de preços tradicionais, mas, sim, pelas

---

<sup>26</sup> De acordo com Kalecki (1952): “O consumo dos capitalistas em um certo período resulta de suas decisões baseadas nos lucros do passado”. Ele estabeleceu uma relação biunívoca entre lucros e investimento. Por um lado, atribuiu aos lucros a importância de ser a fonte principal de fundos utilizados para financiar os investimentos, nesse sentido, nada seria mais importante nesse processo de determinação dos lucros do que os preços que as firmas são capazes de cobrar. Sendo assim, os preços estabelecidos pelas firmas desempenham um papel central para o processo de crescimento e distribuição do produto e da riqueza. Por outro lado, seu modelo mostra que os lucros são determinados pelo investimento, mais precisamente pelas decisões passadas de investir.

<sup>27</sup> Eichner (1985, p. 123) sugere o seguinte: “All that is necessary is that, through some combination of market power and current levels of demand, firms be able to establish the margins above costs that will bring them sufficient net cash inflow, or savings, to finance their planned investment”. Contudo, ele atenta para o fato da impossibilidade de total geração de fundos internamente e, nesse sentido, para o papel que venha a desempenhar o sistema bancário no fomento dos planos de investimento: “Even if all the required funds cannot be generated internally, as long as the banking system is willing to extend credit the results will be the same: Business firms will be able to obtain the real resources they need to carry out their investment plans”

necessidades de financiamento dos empreendimentos de longo prazo (Eichner, 1985, p. 165-166). Essas necessidades são definidas em função da percepção que os empresários têm quanto às condições e oportunidades de crescimento, fazendo com que cada firma escolha uma trajetória própria a ser seguida. Ou seja, são expectativas de ganhos de longo prazo que determinam a fixação do mark up no curto prazo.

Semelhante às considerações feitas pela teoria tradicional, os lucros são reconhecidamente e também fundamentais para a teoria pós-keynesiana, contudo, não se configuram como um fim – como sugerem os modelos neoclássicos de maximização – mas sim, como um meio para a obtenção do objetivo fundamental da firma, qual seja, o seu crescimento.<sup>28</sup>

Os fins específicos do empreendimento capitalista afetam fortemente o processo de formação de preços das firmas, tanto quanto afetam as dimensões temporais da estrutura desse processo. Embora a firma necessite gerar internamente os fundos suficientes que abasteçam seu processo de crescimento, deve estar atenta, também, à necessidade de assegurar mercados suficientemente extensos que absorvam o potencial produtivo de seu aparato instalado. As margens de lucro, portanto, podem se alterar ao longo do tempo de acordo com as necessidades de serem assegurados os mercados, assim como de serem aceleradas as taxas de crescimento da firma. Por exemplo, a demanda por fundos que financiem o processo de acumulação exerce pressão altista sobre a margem de lucro da firma e sobre o mark up; ao passo que, um acirramento no grau de competitividade entre as

---

<sup>28</sup> Como apontam Shapiro e Sawyer (2003, p. 264): “although profit is the overriding objective of the firm – it could neither survive nor grow without it – its price do not maximize profit. And this is the case not only because the firm cannot foresee all the consequences of its actions and thus cannot know the price that will maximize profit. It is also because profit maximization assumes given cost and demand conditions, and neither the cost of products nor the demand for them is taken as given in the product pricing of the firm”.

firmas em um mesmo mercado pressiona a margem de lucro a se reduzir de modo a manter a participação da firma no mercado.

### **2.2.2 Preços e financiamento**

Minsky (1986) aponta que a teoria dos preços neoclássica é limitada em explicar como os preços relativos se ajustam de modo a fazer com que mercados se equilibrem, pois são ignoradas as relações legítimas entre preços de ativos financeiros e de capital que devem ser satisfeitas de maneira a tornar o funcionamento da economia mais coerente. Adverte que, de acordo com a abordagem neoclássica, a única função dos preços é servir como um mecanismo determinante para o processo de alocação de recursos e de regulação da produção. Nesse sentido, argumenta que:

“if the economy is to be coherent, prices must accomplish not only the resource allocation and output-rationing functions but also assure that (1) a surplus is generated, (2) incomes are imputed to capital assets (i.e., profits), (3) the market prices of capital assets are consistent with the current production costs of outputs that become capital assets, and (4) obligation on business debts can be fulfilled”. (op. cit., p. 141)

O esquema acerca dos determinantes do processo de formação de preços apresentado por Minsky considera que o sistema de preços deve estar voltado para gerar os lucros (ou *cash flows*) suficientes que liberem recursos para o processo de financiamento dos investimentos. As firmas devem, portanto, inserir em seus preços de oferta um montante que além de exceder os seus custos possa, também, gerar os fundos suficientes que sustentem ou valorizem os seus ativos de capital. Os preços, nesse sentido, não podem ser tratados como funções do processo de alocação de recursos e distribuição de renda somente, devem estar relacionados, também, a necessidade de geração de fundos que torne

possível o processo de acumulação de capital, além de viabilizarem o pagamento de dívidas, induzirem e parcialmente financiarem os investimentos e possibilitarem que novas obrigações financeiras sejam aceitas (Minsky, op. cit., p. 142).

O processo de formação de preços encontra-se, portanto, associado à habilidade, à capacidade e à possibilidade do empreendedor de aumentar a sua participação no processo de formação, distribuição e acumulação da riqueza. Ou seja, o processo encontra-se vinculado com o desejo de serem obtidos lucros cada vez maiores, pois esses traduziriam a busca pela acumulação crescente e acelerada da riqueza. A idéia do empreendedor que busca auferir lucros cada vez maiores é, portanto, que esses, quando gerados, sejam suficientes para, basicamente: 1) auxiliarem no processo de geração de fundos necessários que possibilitem dar continuidade ao processo de acumulação de capital e geração de riqueza, e; 2) manterem ou aumentarem a participação da firma no processo de produção e absorção das riquezas geradas.

### **2.2.3 Comportamento do mark up e variações nos custos de produção**

Considerando que os preços são formados de maneira estratégica por meio de uma regra de *mark up* sobre os custos, dado um nível de produção considerado padrão (Davidson, 1972), Kenyon (1979, p. 39), propõe uma seqüência lógica para a determinação do mark up. Primeiro, a firma traça os planos futuros de investimento<sup>29</sup> com base na relação entre a taxa observada de utilização da capacidade instalada e alguma taxa desejada de utilização – essa taxa desejada será tal que a firma esteja apta a atender a um aumento

---

<sup>29</sup> Os planos de investimento levarão em conta as projeções que a firma faz para o futuro crescimento da demanda de mercado e as estimativas quanto à lucratividade de outros projetos de investimento alternativos (Kenyon, 1979).

repentino da demanda pelo seu produto; em seguida, a firma irá escolher o *mark up* que irá permitir reter os lucros necessários ao cumprimento de suas obrigações e atendimento de seus objetivos. A firma irá manter ou alterar seu preço de acordo com as condições de demanda indicadas pela utilização da capacidade instalada e de acordo com as oscilações observadas nos custos em torno de um nível considerado normal.

Por esse raciocínio, os preços, embora formados considerando os custos, não são determinados exclusivamente pelos custos. Não existe um mecanismo de transmissão automática de variações nos custos para os preços, isto é, os preços dependem do *mark up* (uma decisão estratégica), assim como dos custos. Com isso, quando os custos se alteram, não necessariamente os preços se alteram, o *mark up* sobre os custos pode se alterar ao invés dos preços.

Os preços irão sofrer alterações se essas servirem ou forem esperadas de servir aos interesses da firma. Embora um aumento nos custos – mantido o preço fixo – reduza a margem de lucro, um aumento do preço de modo a compensar essa perda pode não se reverter em um negócio rentável, pois, o aumento do preço pode vir a afetar as vendas do produto. O aumento do preço pode reduzir a competitividade do produto da firma, sendo verificada uma alteração dos preços relativos, segundo Kandir (1989, p. 88): “a concorrência, através das estruturas de mercado, estabelece o espaço de realização das arbitragens particulares dos preços”.

A manutenção do *mark up* por meio do aumento do preço, quando verificada uma elevação dos custos, pode se configurar como uma estratégia equivocada, caso as firmas concorrentes possuam estruturas de custos diferenciadas e não tenham sido afetadas de maneira semelhante. Uma firma operando em uma estrutura com oferta de produtos diferenciados, contudo substitutos próximos, ao adotar a estratégia de elevação do preço,

caso seus custos tenham aumentado, pode acabar experimentando uma queda acentuada na receita de vendas e, portanto, uma queda na geração de fundos que financiarão novos investimentos. Ou seja, essa decisão de curto prazo a ser tomada acerca do preço pode, de fato, afetar o alcance dos objetivos de longo prazo estabelecidos pela firma. Nesse sentido, a manutenção do preço do produto pode ser necessária para que sejam preservadas suas vendas (ou seu *market-share*).

Esquemáticamente podemos representar o processo de aumento do custo e suas implicações sobre os preços e sobre o processo de acumulação interna de fundos da seguinte forma:

Aumento no custo → firma repassa ao preço → mark up não varia → acumulação interna de fundos não se altera

Aumento no custo → não há repasse ao preço → mark up se reduz → acumulação interna de fundos se reduz

Se a pressão de custo é acompanhada por uma retração da demanda devido a uma política monetária recessiva, obviamente que os efeitos sobre a acumulação interna de fundos serão adversos tanto na primeira situação como na segunda. No primeiro caso, os prognósticos de receita devem se reduzir pela contração da demanda. No segundo caso, além da contração nas receitas pelo menor nível de demanda, a firma estará operando com custos mais altos.

#### **2.2.4 Comportamento dos preços e variações na demanda**

Da mesma forma que variações no custo de produção não afetam a determinação de preço diretamente, aumentos na demanda afetarão os preços dependendo do grau de utilização dos fatores e do grau de concorrência dos mercados. Em mercados onde a firma tem vantagens competitivas, aumentos de demanda podem significar aumentos de preços, mesmo com capacidade de produção disponível. Em mercados competitivos, com ociosidade, aumentos na demanda podem ocorrer e ainda assim os preços, de um modo geral, permanecerem estáveis.

Empresas decidem o quanto produzir e o quanto cobrar pelo produto em função de suas expectativas de curto prazo e de seus objetivos de longo prazo. Nesse contexto, a política monetária de controle da inflação deve considerar que usar somente um instrumento, como a taxa de juros, pode trazer conseqüências adversas sobre a produção, o emprego e a alocação de recursos acumulados. Considerando que o objetivo da firma é crescer, uma política monetária continuamente recessiva com a manutenção de elevadas taxas de juros, pode limitar o potencial de crescimento das firmas, pois além de reduzir a demanda, eleva os custos das firmas, provocando um estrangulamento das margens de lucro, ou seja, do *mark up*. Em tal circunstância, considerando que a política de preços da firma é parte de sua estratégia de acumulação de fundos, a melhor política a ser seguida pode ser a alocação de recursos acumulados em ativos mais líquidos do que o investimento em ampliação de capacidade. A longo prazo o crescimento da economia é comprometido pelo baixo investimento em formação de capital, limitando o potencial de crescimento da economia. Advoga-se, portanto, pela existência de uma relação biunívoca entre a percepção

do contexto macroeconômico e as decisões das firmas, isto é, tanto o ambiente macroeconômico afeta as decisões das firmas, assim como, as decisões das firmas são capazes de afetar o contexto macroeconômico.

Três situações acerca do grau de utilização da capacidade instalada podem ser discutidas para se avaliar a influência do produto demandado sobre o comportamento dos preços e, assim, explicar os impactos das pressões de demanda sobre a inflação.

Se a economia estiver em uma situação na qual o produto observado é menor do que o produto crítico<sup>30</sup> (primeiro caso), então, uma elevação da demanda agregada não irá se traduzir em elevação da inflação. Se a economia estiver em uma situação em que o produto observado se encontra em um nível entre o produto crítico e o produto de pleno emprego (segundo caso), então, uma elevação da demanda agregada, embora estimule o produto, poderá também elevar a inflação. Se o produto observado equivale ao produto de pleno emprego (terceiro caso), isto é, existe plena utilização da capacidade instalada, então, caso a demanda agregada aumente a inflação também irá se elevar. A seguir os três casos são analisados, sendo posteriormente retomados no capítulo cinco com a apresentação do modelo formal.

O primeiro caso indica que, em uma situação na qual o nível de produto da economia é menor do que o nível de produto crítico, quando verificada uma variação positiva do produto demandado, essa não irá se reverter em um aumento da inflação, contudo, uma variação negativa do produto demandado irá resultar em uma redução da inflação, ou levar a uma deflação. Esse comportamento assimétrico pode ser explicado pelo fato das firmas

---

<sup>30</sup> O produto crítico é uma situação em que o nível do produto que se observa na economia é resultado de uma elevada utilização da capacidade instalada, ou seja, um nível de produto que se encontra muito próximo ao produto de pleno emprego. Uma economia operando no nível do produto crítico, ou além desse, pode vir a observar um aumento generalizado dos preços, caso a demanda da economia esteja se elevando

estarem preocupadas em conquistar maiores fatias de mercado, assim, quando estimuladas a produzirem mais devido a um aumento da demanda e dado que operam com elevada capacidade ociosa, não repassarão as pressões de demanda para os preços por uma questão estratégica. Por outro lado, quando a demanda da economia se reduz e a produção já se encontra realizada, uma maneira das firmas reduzirem os estoques que se formam indesejadamente é por meio da redução dos preços, o que se reverte em uma diminuição da inflação. A persistência de um baixo nível de demanda agregada pode levar à deflação, ou seja, uma situação em que a queda continuada nos preços desestimula a produção. Nesse caso a política monetária deveria ser expansiva, em combinação com outras políticas de incentivo ao aumento da demanda agregada.

O segundo caso pode ser entendido como uma situação em que pressões de demanda podem ou não se reverterem em aumentos da inflação. As firmas nesse caso, quando observam aumentos da demanda, podem optar por não aumentarem os preços, tanto por uma questão estratégica quanto por acreditarem que *policymakers* irão atuar por meio de políticas econômicas de retração da demanda. No entanto, podem promover aumentos dos preços se esses não atrapalharem seus objetivos de longo prazo e/ou por acreditarem em seu poder de mercado. Nesse caso, a política monetária recessiva irá afetar de forma diferenciada os setores da economia, atingindo mais aqueles mais competitivos. Outro aspecto negativo é a influência que tal política exerce sobre a percepção das firmas em termos de potencial de crescimento. A política monetária com adoção de regra desconsidera sua influência na capacidade de alavancar o potencial de crescimento da economia, ou seja, de ampliar a distância entre o produto crítico e o produto observado, por meio do deslocamento do nível de produto de pleno emprego para cima.

O terceiro caso representa uma situação em que o produto da economia equivale ao produto de pleno emprego. Sendo assim, enquanto o produto demandado estiver se elevando, as firmas de maneira generalizada, dado que se encontram operando no potencial de sua capacidade instalada, responderão por meio de elevações dos preços. Nesse caso, a política de contenção de demanda seria eficiente para desacelerar a inflação.

### **Considerações Finais**

A política monetária é eficiente em controlar a inflação por meio de manipulações da taxa básica de juros, produzindo efeitos sobre a demanda agregada. Porém, o processo inflacionário nem sempre tem sua origem em um excesso de demanda agregada. O capítulo mostrou que ao se reduzir a forma de combate à inflação a um único instrumento, em busca de uma meta, atinge-se outros aspectos da vida econômica que podem comprometer o potencial de crescimento da economia a longo prazo. Os defensores da política monetária pelo mecanismo de adoção de uma regra (como a de Taylor) avaliam o sucesso da regra com base nos desvios da taxa de inflação e das expectativas de inflação em relação à meta. Atribuem, assim, pequeno peso ou nenhuma consideração para os impactos sobre fatores reais ou outros objetivos de política econômica, não estando esses associados aos parâmetros que medem o sucesso do regime. O argumento favorável para a aplicação da regra de política monetária é o efeito sobre as expectativas de estabilização de preços. Porém o aumento na previsibilidade na evolução dos preços, não é suficiente para acelerar o processo de crescimento. A manipulação das taxas de juros afeta a preferência pela liquidez dos agentes econômicos. Num contexto onde a manutenção da meta implica

manter a taxa de juros elevada, a preferência pela liquidez é mantida elevada, inibindo a alocação de recursos em ativos fixos. Reconhecer esse aspecto da política monetária, implica assumir a não neutralidade da moeda no processo de decisão dos agentes quanto a detenção de ativos.

Reconhecer também que a causa da inflação nem sempre tem origem no excesso de demanda implica dizer que economias que estejam operando abaixo do pleno emprego – com baixa utilização da capacidade instalada – quando convivendo com inflação indesejada, essa última teria sua explicação pelo lado da oferta. Nesse sentido, o capítulo investigou o processo de formação de preços em uma perspectiva pós-keynesiana.

A relação entre a decisão de preço da firma e o contexto macroeconômico pode ser entendida da seguinte maneira: a política de fixação de mark up encontra-se associada ao processo de geração de fundos internos que viabilizarão planos de investimento e a alavancagem de recursos financeiros necessários para a realização dos planos que serão executados, conforme o estado de expectativas em relação ao futuro desempenho da economia. Dado que o contexto macroeconômico reflete o desempenho corrente da economia e esse é afetado pela política monetária, trazendo conseqüências sobre o estado de expectativas, isso implica que, em última instância, a autoridade monetária por meio de suas políticas afeta o estado de expectativas dos agentes e, assim, suas decisões de curto e longo prazo – como as decisões de preços e alocação de recursos acumulados.

Assim, a abordagem pós-keynesiana, mostra que as decisões individuais tomadas pelas firmas<sup>31</sup> acerca de seus preços, volume de produção, alocação de recursos nas esferas

---

<sup>31</sup> A firma não necessariamente opera em um único mercado, pode estar atuando em diferentes mercados, aproveitando ou não sinergias e economias de escopo.

financeira e produtiva refletem, em última instância, a percepção sobre uma trajetória de crescimento que depende da avaliação do contexto.

Em suma, como há uma diversidade de fatores responsáveis por desencadear o processo inflacionário, deve haver diferentes classificações para as suas causas e de acordo com o diagnóstico emitido acerca do processo inflacionário deve ser escolhido um instrumento ou uma combinação de políticas e instrumentos a serem utilizados no seu combate.

A política de combate à inflação por meio de manipulações da taxa básica de juros não faz distinção entre as empresas que são ou não responsáveis pelo processo inflacionário. Como resultado, muitas empresas que estejam atuando de maneira compatível com a estabilidade dos preços “não resistem aos elevados custos financeiros e à fraca demanda e entram em processo de falência, demitindo muitos trabalhadores; outras, deixam de realizar os investimentos planejados e não absorvem, assim, os trabalhadores que estão desempregados” (Sicsú e Oliveira, 2003, p. 32).

Deve se considerar ainda que, elevações da taxa básica de juros, como forma de combater a inflação, obtêm êxito após certo intervalo de tempo. Contudo, economias com elevada volatilidade dos fluxos de capitais e elevado grau de sensibilidade a choques externos, tendem, por exemplo, a repassar as variações ocorridas no câmbio e nos preços internacionais para os preços domésticos. Como a política monetária se utiliza de uma regra rígida que ignora as origens do processo inflacionário, essas economias tornam-se propensas a uma condição de constante estagnação e baixo crescimento (semi-resfriamento), com baixas taxas de investimento e elevados níveis de desemprego, pois atacam o problema por meio de políticas de controle da demanda quando suas origens estão no lado da oferta.

A política monetária ao atuar por meio da adoção de uma regra rígida – *a la Taylor* – manipulando seu principal instrumento (taxa de juros) de modo a manter, principalmente, a inflação baixa e estável, desconsidera: 1) o processo de formação de preços como resultando do conflito distributivo entre grupos de agentes econômicos com interesses específicos, o que equivale a dizer que as regras afetam de forma diferente grupos econômicos com distintas inserções na estrutura produtiva; 2) os impactos diferenciados da política de juros conforme a estrutura de custos das empresas, o que provoca diferentes reações das firmas, e; 3) as conseqüências para o processo de acumulação de fundos das empresas. Logo, a adoção de uma regra rígida não é a melhor opção de estratégia de política monetária, pois, não possibilita a criação de um ambiente propício para a retomada do crescimento econômico. Cria, de fato, uma armadilha de credibilidade para a política monetária, pois para manter uma dada reputação a autoridade monetária deve manter a regra que compromete o crescimento.

De acordo com os pressupostos teóricos que fundamentam a escola de pensamento pós-keynesiana, dentre esses a não-neutralidade da moeda, argumentamos que, de fato, uma política monetária bem sucedida deve ser medida em termos de crescimento econômico, estabilidade da inflação, nível de utilização da capacidade instalada, distribuição de renda e estabilidade do sistema monetário-financeiro. Logo, a autoridade monetária não deve negligenciar os impactos da política monetária sobre o processo de formação de preços e sua importância para a acumulação interna de fundos e sobre a preferência pela liquidez.

O Quadro 2 abaixo ilustra o comportamento dos preços, da taxa de crescimento econômico e da preferência pela liquidez – na ausência de choques – para os casos em que a autoridade monetária possui reputação consolidada ou fraca e elevada ou pouca

credibilidade e transparência (trinômio tipo I e II, respectivamente) <sup>32</sup>, assim como, para os casos em que a política monetária é conduzida de modo a afetar inflação e crescimento (hipótese de não-neutralidade da moeda) e em que é conduzida com o único intuito de controlar a inflação e mantê-la compatível com a meta (hipótese de neutralidade da moeda).

Quadro 2: Comportamento dos preços, crescimento e liquidez sob diferentes tipos de política monetária

Tipos de política monetária		Comportamento dos preços	Comportamento da taxa de crescimento	Preferência pela liquidez
Reputação consolidada, elevada credibilidade e transparência (trinômio tipo I)	Política de metas de inflação e crescimento	Estabilidade	Crescimento sustentável	Baixa
	Política de meta de inflação	Estabilidade	Estagnação ou recessão	Alta
Reputação fraca, pouca credibilidade e transparência (trinômio tipo II)	Política de metas de inflação e crescimento	Inflação	Crescimento intermitente	Alta
	Política de meta de inflação	Inflação	Estagnação ou recessão	Alta

Embora o processo inflacionário seja comumente tratado como um problema passível de explicação teórica ao nível estritamente macroeconômico, sua compreensão requer um entendimento muito mais abrangente sobre o processo de formação de preços por parte das firmas, pois, o nível geral de preços não passa de uma abstração que agrega os mais diversos preços. Nesse sentido, uma abordagem preliminar microeconômica faz-se

<sup>32</sup> No capítulo quatro dessa tese são apresentados com maiores detalhes os tipos de trinômio (I e II) e sua influência sobre a economia.

necessária, embora não seja condição suficiente para a elaboração de uma análise teórica acerca do processo inflacionário e como esse processo deva ser combatido quando situado em um patamar indesejável. Isto é, compreender teoricamente o processo inflacionário e sua dinâmica, assim como propor políticas de combate à inflação requer uma análise integrada entre as esferas micro e macro.

## *CAPÍTULO III*

### *Reputação e Transparência da Autoridade Monetária e Comportamento da Firma Bancária*

#### **Introdução**

Vimos no capítulo anterior a influência da política monetária e o papel que deve exercer a meta de inflação para a formação das expectativas das firmas em relação às decisões de preços. Nesse capítulo o objetivo é fundamentalmente analisar o efeito da política monetária sobre o “estado de expectativas” dos bancos, não entrando no mérito de aprofundar a discussão acerca da política monetária ser, ou não ser, conduzida por meio de uma regra, pois essa crítica já foi realizada no capítulo anterior.

Os bancos, como qualquer firma capitalista, apresentam como objetivo fundamental de suas atividades a obtenção de lucros sob a forma monetária. Para isso administram tanto as opções de aplicações de seus recursos – que resultará na composição de uma carteira de ativos – quanto elaboram técnicas e estratégias de gerenciamento de seus passivos. O fato dos bancos atuarem de maneira ativa, administrando dinamicamente os dois lados do balanço, se deve não somente à busca pelos objetivos estipulados por eles, mas, também, ao acirramento da concorrência entre as instituições bancárias na busca de oportunidades mais lucrativas de negócios. Nesse sentido, além de administrarem continuamente seus portfólios de ativos, não tomam seus passivos como dados, pois procuram influenciar as preferências dos depositantes pelo gerenciamento das obrigações e pela introdução de inovações financeiras.

À luz das incertezas<sup>33</sup> existentes na economia e que permeiam de um modo geral as decisões dos agentes, as estratégias dos bancos, assim como suas posturas serão definidas de acordo com as suas percepções de risco e rentabilidade, considerando suas expectativas e seu estado de confiança.

Mudanças nas expectativas e no grau de confiança das expectativas formadas se refletem na composição das estruturas de aplicações dos bancos. A escolha por uma determinada carteira de ativos depende da propensão do banco a assumir riscos associados a eventos futuros incertos, o que em última instância, é afetada pelo seu “estado de expectativas”. Assim sendo, a postura assumida pelos bancos, de maior ou menor risco de acordo com o “estado de expectativas”, afeta as condições de financiamento da economia e, com isso, o nível de gastos dos agentes. Logo, por meio da demanda agregada, a postura dos bancos, baseada em seu “estado de expectativas”, possui a capacidade de afetar o produto e o emprego.

A teoria pós-keynesiana (doravante chamada de TPK) da firma bancária é originária dos escritos de Keynes sobre o processo de escolha de ativos pelos agentes econômicos. O modelo de escolha de ativos proposto por Keynes fundamenta sua teoria da preferência pela liquidez. No que diz respeito à administração dos ativos pelos bancos, a questão a ser resolvida, segundo a TPK, é como formar um portfólio que balanceie a rentabilidade e a liquidez da carteira como um todo. A escolha dos ativos dependerá do “estado de expectativas” do banco quanto ao retorno esperado de cada ativo e da análise quanto ao risco associado a cada ativo. De acordo com Minsky (1982, 1986), para aqueles ativos com um menor grau de liquidez e maior rentabilidade esperada, como os empréstimos

---

<sup>33</sup> Para maiores detalhes acerca do conceito de incerteza para a teoria pós-keynesiana, ver Dequech (1999b) e Filho e Conceição (2005).

concedidos a clientes, os riscos associados dependem em certa medida do ciclo econômico.<sup>34</sup>

A firma bancária não toma decisões relacionadas apenas à composição de seu portfólio de ativos. Realiza escolhas também entre os diversos tipos de obrigações que pode emitir para financiar suas atividades. Existe uma relação entre o perfil da carteira de ativos composta pelo banco e o perfil das obrigações que compõem o passivo do banco. A opção por um ativo ou outro depende, em certa medida, da natureza das obrigações criadas. Isto é, conforme são diversificadas as obrigações e, assim, as fontes de captação, são abertas novas possibilidades de aplicação (Carvalho, 2000).

Dentre as obrigações que compõem o passivo dos bancos comerciais, a mais tradicional e de maior montante são os depósitos à vista.<sup>35</sup> Pelo fato dos bancos, por meio dos depósitos à vista e demais fontes de recursos, poderem criar moeda, é que a oferta de moeda não pode ser considerada plenamente exógena (controlada pela autoridade monetária). Nesse contexto, a análise acerca da eficácia da política monetária e dos mecanismos de transmissão monetária (com ênfase no canal das expectativas) deve ser feita à luz da teoria da preferência pela liquidez dos bancos. Como aponta Carvalho (2000, p. 271): “O sucesso de uma política monetária depende, crucialmente, do grau em que os bancos aceitam e transmitem aqueles sinais”.

Sendo assim, o presente capítulo tem como objetivo analisar a influência da autoridade monetária e da política monetária sobre a dinâmica comportamental dos bancos e, com isso, sobre a disponibilidade de crédito na economia, que por sua vez, quando

---

<sup>34</sup> Para uma abordagem acerca da relação existente entre comportamento dos bancos, os riscos que envolvem suas decisões, as fases dos ciclos econômicos e o ambiente econômico (inflacionário e de estabilidade da inflação), ver de Paula (1999b e 2000) e, de Paula e Alves, Jr. (2003).

<sup>35</sup> Além dos depósitos à vista, os bancos captam recursos por meio de depósitos a prazo, depósitos de poupança, recursos obtidos no exterior, colocação direta de títulos próprios, repasses feitos por instituições financeiras públicas, financiamento obtido junto ao Banco Central, recursos próprios e outros meios.

alterada afeta a demanda agregada trazendo efeitos sobre emprego, produto e renda. Para isso, destaca a influência da reputação da autoridade monetária e da transparência na implementação de suas políticas sobre o “estado de expectativas” dos bancos. Ou seja, enfatiza a transmissão da política monetária para a economia pelo canal das expectativas, realçando a influência da reputação e da transparência da autoridade monetária sobre o comportamento dos bancos.

Além dessa introdução, o capítulo é organizado da seguinte maneira: a seção 3.1 apresenta os mecanismos de transmissão monetária, com ênfase no canal das expectativas; a seção 3.2 aborda o comportamento dos bancos ao administrarem seus balanços e o caráter parcialmente endógeno da oferta de moeda; a seção 3.3 analisa a relação entre instabilidade financeira e comportamento bancário; a seção 3.4 trata da influência da reputação e da transparência da autoridade monetária sobre a preferência pela liquidez e o comportamento dos bancos, pelo canal das expectativas, e; por fim são apresentadas as considerações finais do capítulo.

### **3.1 Mecanismos de Transmissão Monetária**

A seção aborda os principais mecanismos de transmissão monetária pelos quais a autoridade monetária é supostamente capaz de afetar a economia. A importância dos canais de transmissão da política monetária está no fato da política monetária ser capaz de afetar o comportamento dos emprestadores (bancos) e dos tomadores de empréstimos (empresas e

famílias), refletindo em alterações nos níveis de consumo e investimento e, assim, pela demanda agregada, influenciar no produto e nos preços.<sup>36</sup>

A política monetária que busca estabilizar a inflação e estimular o crescimento econômico tem a sua frente os agentes econômicos que deverão agir de acordo com os sinais emitidos pela autoridade monetária. A autoridade monetária, de modo a atingir seus objetivos, deve estimular os agentes econômicos a responderem de acordo com as políticas que estão sendo implementadas. Nesse sentido, as expectativas formadas pelos agentes privados quanto à atuação da autoridade monetária sofre influência tanto da reputação que ostenta essa instituição, quanto da transparência com que implementa suas políticas. Nas economias capitalistas contemporâneas, a influência da autoridade monetária sobre o desempenho econômico que se observa depende em grande medida de sua capacidade de afetar as expectativas dos agentes privados, e cada vez menos de sua capacidade de afetar diretamente a oferta de moeda

Com base nos trabalhos de Mishkin (1995), Berk (1998), de Mendonça (2001) e Kuttner e Mosser (2002), podem ser destacados cinco canais tradicionais de transmissão da política monetária: 1) o canal da taxa de juros; 2) o canal da taxa de câmbio; 3) o canal do crédito; 4) o canal do preço dos ativos, e; 5) o canal das expectativas. Embora a autoridade monetária tenha a sua disposição três instrumentos tradicionais de política monetária (taxa de redesconto, alíquota compulsória sobre os depósitos à vista e operações de *open market*), iremos considerar que o processo de transmissão da política monetária para a economia ocorre, basicamente, pelo controle diário da liquidez, com intuito de afetar as taxas de juros de curtíssimo prazo, por meio das operações de *open market*, alterando o montante de

---

<sup>36</sup> Nos capítulos quatro e cinco serão apresentados os modelos pelos quais a política monetária e a postura da autoridade monetária afetam a performance da economia.

reservas bancárias e, assim, expandindo ou contraindo a quantidade de moeda em circulação na economia, e, pela manipulação da taxa de desconto.

*O canal da taxa de juros:* a autoridade monetária, ao alterar o montante de moeda disponível na economia, promove, *ceteris paribus*, uma variação (no sentido inverso) na taxa de juros nominal de curto prazo. Considerando que no curto prazo há rigidez dos preços, as taxas de juros reais também irão se alterar no mesmo sentido da taxa nominal, influenciando, assim, as decisões de investimento e conseqüentemente a demanda agregada e o produto da economia. A transmissão da política monetária pelo canal da taxa de juros depende do grau de substitutibilidade entre a moeda e os demais ativos. Se este grau é muito elevado, isso implica que alterações na oferta de moeda ou na taxa de juros provocam recomposições na carteira de ativos dos agentes. Os efeitos sobre a demanda agregada dependem da sensibilidade dos seus componentes às variações na taxa de juros. Com base no modelo tradicional IS-LM, pelo fato do nível de investimento na esfera produtiva ser sensível às modificações na taxa de juros, a política monetária pelo canal da taxa de juros tem impacto sobre o nível de atividade da economia.

*O canal da taxa de câmbio:* ao alterar a quantidade de moeda na economia, a taxa de juros irá oscilar, promovendo, assim, variações nos fluxos de capitais que entram e saem do país; essas alterações nos fluxos de capitais irão resultar em flutuações na taxa de câmbio (em um regime de câmbio flexível). As alterações na taxa de câmbio causam impactos sobre o desempenho da economia das seguintes maneiras: (i) implicam modificações nas exportações líquidas e, portanto, na demanda agregada que estimula/desestimula o produto, e; (ii) implicam alterações nos preços dos insumos importados, que de acordo com as suas elasticidades se reverterão em maiores ou menores oscilações nos preços e, por conseguinte, na inflação.

**O canal do crédito:** por meio desse canal os bancos desempenham um papel central, pois esse canal pode ser compreendido por dois outros canais, (i) o *canal de empréstimos bancários*, e (ii) o *canal de balanços*. A ênfase do canal do crédito é menos nos preços (taxas de juros e preços dos ativos) e mais nas quantidades (fluxo de crédito para os agentes econômicos). O primeiro (de empréstimos) pode ser entendido da seguinte maneira, quando a autoridade monetária altera a quantidade de moeda na economia interfere na quantidade de reservas e depósitos bancários, implicando uma variação no volume de empréstimos concedido pelos bancos, o que por sua vez, dada a mudança nos recursos disponíveis no mercado de crédito, os investimentos são afetados e, assim, o produto. O segundo (de balanço) refere-se às garantias (mais colaterais) dadas aos credores, por parte dos tomadores, quando esses buscam crédito; ou seja, de acordo com a política monetária implementada (de aumento ou redução das reservas) o volume de recursos à disposição dos tomadores se altera com base nos problemas de *seleção adversa* e *risco moral*, pois a estrutura financeira dos tomadores ao se modificar, devido a política monetária implementada, afeta a percepção de risco dos credores que, então, racionam crédito.

**O canal do preço dos ativos:** esse pode ser entendido à luz de dois modelos, o modelo de investimento baseado no  $q$  de Tobin e, o modelo de ciclo de vida de Modigliani. Pelo fato de alterações na quantidade de moeda provocar alterações na taxa de juros, como consequência, os preços das ações irão variar. Assim, quando os preços das ações se alteram o  $q$  de Tobin também sofre alteração, refletindo o otimismo/pessimismo dos investidores quanto à lucratividade, corrente ou futura, do capital, afetando, dessa forma, os investimentos. Outra explicação é a influência que exerce a variação nos preços das ações sobre o consumo, por meio do efeito riqueza. No que os preços das ações oscilam, a riqueza financeira dos indivíduos se altera e, portanto, os recursos dos consumidores ao longo da

vida se modificam, acarretando em uma variação no consumo e, por conseguinte, na demanda agregada e no produto.

O *canal das expectativas*: deve ser ressaltado que esse canal estabelece uma forte relação com a forma como a autoridade monetária atua na economia (e, portanto, às questões relacionadas à sua reputação e à credibilidade de suas políticas). Com base nos resultados que são observados acerca dos fundamentos macroeconômicos, os agentes criam expectativas a respeito da reação da autoridade monetária por meio de suas políticas. Essas expectativas aliadas à confiança dos agentes são determinantes para o processo decisório, que em última instância acabam por sancionar as expectativas, tornando-as, em alguma medida, uma profecia auto-realizável. De acordo com Sellon Jr. (2004, p. 6):

“In a world where policy expectations drive interest rates, what a central bank says about its long-run goals and about the economic outlook may be as important, or even more important, than what it does. Consequently, how a central bank communicates with the public and financial markets can play a crucial role in the transmission mechanism and the evolution of market interest rates”.

Os sinais emitidos pela autoridade monetária assim como seus comunicados desempenham um papel fundamental para os resultados que se observam na economia, dado que exercem uma forte influência sobre o mercado financeiro. Como argumenta Sellon Jr. (2004, p. 32):

“Financial markets are likely to be heavily guided by central banks statements about the state of the economy and the likely course of future policy in judging the degree of persistence of the current stance of policy”.

Na medida em que o mercado financeiro acredita que os objetivos da autoridade monetária sejam críveis e que a autoridade monetária irá atuar de modo a alcançá-los, passam a ancorar cada vez mais suas expectativas nas metas estipuladas para os objetivos. Os resultados das ações da autoridade monetária dependem não somente da seqüência de

manipulações no conjunto de instrumentos realizadas até o presente momento, mas, também, das expectativas dos agentes privados (principalmente daqueles que operam no mercado financeiro) a respeito das políticas que serão implementadas no futuro. A reputação estabelecida pela autoridade monetária é, portanto, uma fonte de informação e de conhecimento para o mercado financeiro, servindo como uma referência para o processo de formação de expectativas dos agentes econômicos.

Com base no primeiro capítulo, as expectativas que orientam as decisões em uma economia de mercado são, portanto, consideradas um relevante canal de transmissão da política monetária. As ações implementadas pelas autoridades monetárias somente alcançarão o objetivo desejado se os agentes econômicos possuírem confiança ou crença suficiente nos resultados capazes de afetarem os seus interesses. O estado de confiança dos agentes na autoridade monetária e na política monetária se caracteriza como um elemento fundamental de propagação da política monetária pelo canal das expectativas, representando a percepção dos agentes econômicos quanto à postura da autoridade monetária e sua forma de conduzir a política monetária. Assim, uma relação importante pode ser estabelecida entre o “estado de expectativas” – que envolve as expectativas e a confiança dos indivíduos e firmas – e a reputação e transparência da autoridade monetária e a credibilidade de suas políticas.

Segundo Woodford (2005, p. 2):

“Because the key decisionmakers in an economy are forward-looking, central banks affect the economy as much through their influence on *expectations* as through any direct, mechanical effects of central bank trading in the market for overnight cash”. E complementa (op. cit., p. 4): “Thus the ability of central banks to influence expenditures, and hence pricing, decisions is critically dependent upon their ability to influence market expectations regarding the future path of overnight interest rates, and not merely their current level. Better information on the part of market participants about central-bank policy decisions can

actually affect these expectations, and so increase the effectiveness of monetary stabilization policy. (...) the public's understanding, not only of what the central bank is currently doing, but of what it can be expected to do in the future, is critical for the effectiveness of policy”.

Os resultados das ações da autoridade monetária dependem não somente da seqüência de manipulações no conjunto de instrumentos realizadas até o presente momento, mas, também, das expectativas dos agentes privados (principalmente daqueles que operam no mercado financeiro) a respeito das políticas que serão implementadas no futuro.

É através do mercado financeiro que fundamentalmente a política monetária afeta a economia. Qualquer fenômeno que interfira na estrutura e nas condições dos mercados financeiros tem o potencial de alterar os mecanismos de transmissão monetária pelos quais as ações diretas da autoridade monetária são propagadas para a economia. Bancos comerciais, por exemplo, são capazes tanto de potencializar, quanto de reduzir ou neutralizar os efeitos da política monetária ao administrarem de maneira ativa seus balanços, podendo, até mesmo, afetar os mecanismos de transmissão monetária quando implementam inovações financeiras, como sugere Estrella (2001).

### **3.2 Oferta de Moeda e Comportamento Bancário**

Dentre os elementos que compõem o arcabouço pós-keynesiano quanto ao modo de funcionamento das economias capitalistas e suas implicações no campo da política econômica, podem ser destacados para efeitos de análises compatíveis com os objetivos desse trabalho: (i) o caráter parcialmente endógeno da oferta de moeda; (ii) os mecanismos indiretos de atuação da autoridade monetária, e; (iii) a não-neutralidade da moeda. No que diz respeito ao primeiro, a oferta de moeda e com isso as condições de liquidez na

economia não dependem somente das ações da autoridade monetária quando implementa suas políticas, mas, também, das ações dos bancos e demais instituições financeiras no processo de financiamento das atividades produtivas. O caráter parcialmente endógeno da oferta de moeda ser determinado pela demanda por crédito bancário, resultado das necessidades de financiamento da economia, faz com que a autoridade monetária não tenha pleno controle sobre o estoque monetário e as condições de liquidez na economia.<sup>37</sup>

Quanto ao segundo, as políticas monetárias adotadas, assim como, a postura da autoridade monetária (sua reputação) – com base em seus objetivos – afetam tanto a demanda quanto a oferta de moeda (crédito) por meio de seus efeitos sobre o comportamento do público e do setor bancário, dado que exercem efeito sobre o “estado de expectativas” desses agentes. Sendo assim, a influência da autoridade monetária sobre os resultados que se observam na economia depende fundamentalmente de sua capacidade de afetar tanto as expectativas quanto a confiança dos agentes privados.

Em relação ao terceiro, pelo fato da moeda – segundo Keynes e pós-keynesianos – ser um ativo que afeta motivos e decisões, a política monetária influi sobre o lado real da economia tanto no curto quanto no longo prazo, pois exerce influência sobre o portfólio dos agentes, de acordo com suas preferências pela liquidez.

---

<sup>37</sup> O caráter endógeno da oferta de moeda opõe dois grupos, *horizontalistas* e *estruturalistas*, suscitando divergências entre eles quanto à influência da autoridade monetária sobre a liquidez da economia e sobre a taxa de juros. Enquanto *horizontalistas* destacam o papel da autoridade monetária na fixação da taxa de juros, deixando a oferta monetária se ajustar livremente a essa taxa, os *estruturalistas* advogam que a autoridade monetária seja capaz de limitar a expansão do crédito na economia (por meio de restrições quantitativas às demandas por liquidez) e, assim, induzir a taxa de juros a se alterar de acordo com a demanda por crédito. Contudo, ambos compartilham da idéia de que a oferta de moeda é, também, orientada pela demanda por crédito, que por sua vez depende do nível de atividade econômica. Existe, portanto, uma relação biunívoca entre variações no estoque monetário e flutuações no produto e nos preços, ou seja, as primeiras são tanto efeito quanto causa das segundas.

Quanto ao caráter endógeno da oferta de moeda, o presente trabalho não busca aprofundar o debate entre as visões pós-keynesianas *horizontalista* e *estruturalista* acerca da inclinação da curva de oferta de moeda, mas sim aprofundar as questões que envolvem o papel a ser desempenhado pela autoridade monetária e pelos bancos na dinâmica monetária de uma economia capitalista empresarial. Na verdade, como destaca de Paula (2003, p. 328): “não é possível discutir a endogeneidade da oferta de moeda sem discutir a complexa relação entre banco central, bancos e agentes não-financeiros”.

Pelo fato da visão *horizontalista* conferir a autoridade monetária um papel acomodatório (em que o banco central atua como um mero fornecedor das reservas requeridas pelos bancos), sendo a política monetária basicamente nula, é que a tese segue a visão pós-keynesiana *estruturalista*. Essa visão pode ser caracterizada pelos seguintes elementos: (i) a endogeneidade da oferta de moeda é atribuída à capacidade do sistema financeiro de aumentar o volume de empréstimos e, assim, ampliar os meios de pagamentos; (ii) a expansão do crédito é decorrente do esforço do sistema bancário em contornar as limitações estabelecidas pela regulação da autoridade monetária, com intuito, nesse sentido, de aumentar seus lucros e expandir suas atividades; (iii) os bancos possuem *preferência pela liquidez*, pois, também, estão sujeitos às incertezas, o que afeta suas decisões de portfólio, podendo, assim, não acomodar de maneira passiva a demanda por crédito; (iv) embora os bancos tenham a capacidade de acomodar a demanda por crédito, esta capacidade possui limitações, podendo, nesse sentido, não atender plenamente à demanda por crédito; (v) a autoridade monetária possui a capacidade de impor pressão quantitativa sobre os movimentos de expansão de moeda do sistema financeiro, reduzindo, assim, a concessão de novos empréstimos; (vi) por meio de operações de mercado aberto, a

autoridade monetária pode afetar as decisões de portfólio dos agentes, ou seja, a demanda por moeda pode ser influenciada pela autoridade monetária via canal da taxa de juros (de curto prazo), e; (vii) a taxa de juros (dado que é um fenômeno monetário) resulta da complexa interação entre as políticas monetárias implementadas pela autoridade monetária e as condições de mercado.

À visão pós-keynesiana iremos incorporar a influência da reputação da autoridade monetária e da transparência com que atua na economia, afetando as decisões dos agentes econômicos privados, destacando o canal de transmissão das expectativas e, assim, a capacidade da política monetária em afetar o desempenho macroeconômico (produto, emprego e inflação), sugerida pela hipótese de não-neutralidade da moeda.

Os bancos administram sua preferência pela liquidez com base em suas expectativas sobre um futuro incerto e atuam ajustando seu portfólio de modo a conciliar lucratividade com liquidez. De tais ajustes se explica a criação de crédito e depósitos bancários e, por conseguinte, a oferta de moeda na economia. O caráter endógeno da oferta de moeda se deve, em alguma medida, a interdependência que surge entre oferta e demanda de moeda. Ou seja, é da interação entre agentes econômicos que desejam realizar gastos na economia e dos bancos que são capazes de facilitar ou dificultar tais gastos que podem ser derivadas, em certa medida, as alterações na quantidade de moeda. De acordo com de Paula (1999a, p. 181):

“As autoridades monetárias não têm um controle absoluto sobre a quantidade de moeda disponível na economia, pois influenciam apenas de forma indireta o volume de intermediação financeira ao afetarem as condições de custo e a disponibilidade de reservas dos bancos”. Nesse sentido, complementa (op. cit., p. 181): “A base de reservas, levando em conta as condições de acesso à liquidez estabelecidas pelo banco central, que limitam ou expandem a capacidade de captação dos bancos, pode se expandir de forma endógena, de modo a atender às

demandas por empréstimos do público, desde que seja rentável para as instituições bancárias”.

Por mais que a autoridade monetária busque determinar o ritmo de crescimento do crédito bancário pela administração das reservas disponíveis dos bancos, tal controle pode ser neutralizado devido a dois fatores interligados, (i) à existência de ativos com elevada liquidez na carteira dos bancos e (ii) às habilidades dos bancos no gerenciamento das obrigações e criação de inovações financeiras. Utilizando técnicas de administração dos dois lados do balanço e pela possibilidade de introdução de inovações financeiras, o sistema bancário possui a capacidade de contornar, em parte, as restrições impostas pela autoridade monetária quando implementa políticas monetárias restritivas, por exemplo.

Os bancos, por administrarem dinamicamente seus balanços – tanto no lado do ativo quanto no lado do passivo – e por possuírem preferência pela liquidez, assumem um papel de destaque na determinação das condições de liquidez e financiamento da economia. Tais condições ao se modificarem, explicadas pela postura e pelo ativismo bancário, afetam as decisões de gastos dos agentes econômicos e, por conseguinte, o nível de atividade econômica. Sendo assim, afetam os resultados pretendidos pela autoridade monetária, quando essa última implementa suas políticas. De acordo com Keynes (1982, p. 141):

“Contudo, se nos vemos tentados a considerar a moeda como a bebida que estimula a atividade do sistema, não nos esqueçamos que podem surgir muitos percalços entre a taça e os lábios. Embora seja de esperar que, *ceteris paribus*, um aumento na quantidade de moeda reduza a taxa de juros, isto não ocorrerá se a preferência do público pela liquidez aumentar mais que a quantidade de moeda”.

Conclui-se que a administração do balanço por parte dos bancos leva a oferta de moeda e de crédito a não serem mecanicamente, e unicamente, estabelecidas pela implementação de políticas monetárias, mas sim, e também, responsiva à demanda por crédito. Tanto os meios pelos quais os bancos administram seus balanços quanto as

posturas financeiras que assumem – determinando, por exemplo, suas preferências pela liquidez – são influenciados: (i) pelos seus objetivos estabelecidos; (ii) pela sua percepção acerca do comportamento da economia; (iii) pelos riscos que estão submetidos os seus negócios<sup>38</sup>, e; (iv) pelo grau de acirramento da concorrência entre as instituições bancárias. A escolha dos ativos que irão compor o portfólio de um banco, por exemplo, é uma decisão estratégica que leva em consideração todos esses quesitos, buscando explorar da melhor maneira possível o *trade off* rentabilidade e liquidez.

De acordo com os diferentes graus de liquidez associados aos diversos ativos disponíveis e ao alcance dos bancos, a preferência pela liquidez da firma bancária pode ser identificada como sendo maior ou menor com base no portfólio de ativos escolhido por ela. No *Treatise on Money*, Keynes (1971) destacou que o problema dos bancos quanto ao gerenciamento do lado do ativo encontra-se relacionado à composição de seus portfólios de aplicações, ou seja, buscam decidir em que proporção irão dividir seus recursos entre as diferentes opções de aplicações disponíveis. Na *Teoria Geral*, no capítulo 17, Keynes (1982) generalizou a teoria da preferência pela liquidez para uma teoria de precificação de ativo, em que cada classe de ativos existentes possui sua própria taxa de juros, definida em termos de preços correntes de mercado. Nesta abordagem, a preferência pela liquidez é refletida em termos do *trade off* entre retornos monetários e o prêmio de liquidez da moeda.

Na formação de seus portfólios, os bancos devem também buscar conciliar rentabilidade com liquidez, mantendo algum grau de proteção necessário, devido ao caráter especulativo de sua atividade. A preferência pela liquidez expressará a precaução dos bancos relacionada aos resultados incertos de seus negócios e que, nesse sentido,

---

<sup>38</sup> Seguindo de Paula (2000), são três os riscos clássicos aos quais os negócios dos bancos estão submetidos, o *risco de taxa de juros ou de mercado*, o *risco de liquidez* e o *risco de crédito*. Para maiores detalhes ver de Paula (2000).

demandam algum grau de proteção e cautela. A expansão ou contração dos meios de pagamentos é resultado, em certa medida, da escolha realizada pelos bancos de quais ativos reter e quais obrigações emitir, à luz do desejo de se conciliar rentabilidade com liquidez.

Do ponto de vista da oferta de crédito, o “estado de expectativas” dos bancos desempenha um papel fundamental na determinação da composição de seus portfólios de aplicações, pois afeta a postura financeira assumida pela instituição. Quando, por exemplo, as incertezas aumentam, fazendo o grau de confiança nas expectativas se deteriorar, os bancos tendem a privilegiar a liquidez, reduzindo o montante de ativos que possuem um maior grau de maturidade, e vice-versa.

Como destaca de Paula (2003, p. 341):

“Bancos, com preferência pela liquidez, poderão não acomodar passivamente a demanda por crédito, pois buscarão comparar os retornos esperados com os prêmios de liquidez de todos os ativos que podem ser comparados. Isto significa que a disponibilidade de crédito poderá diminuir devido à maior preferência pela liquidez, sem estar relacionada diretamente aos riscos inerentes aos empréstimos, fazendo com que o racionamento de crédito possa surgir quase que independentemente dos retornos esperados dos projetos de investimento”.

Com base nisso que a autoridade monetária possui espaço para afetar a economia, pois, possui tanto por meio de sua postura (influenciando as expectativas e a confiança dos agentes) quanto por meio de suas ações a capacidade de influenciar a preferência pela liquidez.

Em suma, as relações entre bancos e demais agentes econômicos – principalmente firmas – não são passivas, dado que a demanda por empréstimos nem sempre é atendida. Os bancos concedem empréstimos com base em sua preferência pela liquidez e com base, também, em uma razoável segurança acerca da diferença positiva entre os fluxos de caixa de entrada e os pagamentos dos compromissos pelas firmas. De acordo com Minsky (1986,

p. 232): “Before a banker lends, he needs to have a clear vision of how the borrower will operate in the economy to get the money to repay the loan”. Minsky (op. cit., p. 232) identificou três fontes de recursos para os tomadores honrarem seus compromissos e que os bancos acabam por tomarem como garantias para a concessão de empréstimos: 1) os fluxos de caixa gerados; 2) o refinanciamento ou rolagem das dívidas, e; 3) a venda de ativos. A capacidade dos bancos de selecionar os tomadores potenciais depende da habilidade dos primeiros em colher informações necessárias para que sejam realizadas avaliações acerca dos últimos.

Segundo Minsky (1986, 2004), os lucros se configuram como um elemento fundamental para a dinâmica financeira e crescimento da economia, pois: (i) são determinantes para a demanda por investimentos; (ii) são determinantes no processo de formação dos preços dos ativos de capital, e; (iii) possibilitam a liquidação das obrigações (dívidas) pendentes. Lucros, realizados ou esperados, são fundamentais para a rolagem das dívidas, assim como, para a obtenção de novos empréstimos.

Pelo fato da taxa de juros, segundo Keynes e pós-keynesianos, ser eminentemente um fenômeno monetário, definida no mercado monetário pela preferência pela liquidez dos agentes e pelas políticas da autoridade monetária, que a política monetária ganha um papel de destaque em afetar a dinâmica financeira e o crescimento da economia, devido a sua capacidade de alterar os fluxos de caixa das firmas e também os seus lucros.

Os bancos, de acordo com os empreendimentos que irão financiar (com base nos fluxos de caixa esperados e nos lucros apresentados pelas firmas tomadoras), assim como de acordo com a fase (de expansão ou retração) pela qual a economia esteja passando, irão exigir maiores ou menores garantias para a concessão dos empréstimos, sendo, também, menos ou mais exigentes na forma de avaliar os riscos. A rentabilidade e os riscos dos

negócios são determinantes da preferência pela liquidez dos bancos, o que em certa medida é resultado da política monetária implementada e da postura da autoridade monetária.

A seguir, será apresentada a hipótese de instabilidade financeira de Minsky, fundamental para explicar os ciclos que são observados na economia, e, conseqüentemente, será analisado o comportamento da firma bancária à luz das fases expansionista e contracionista que a economia esteja apresentando, o que em última instância, é resultado das expectativas acerca do ambiente econômico futuro e do grau de confiança nessas expectativas.

### **3.3 Instabilidade Financeira e Comportamento Bancário**

Para Minsky (1975), a *Teoria Geral* constitui uma teoria do processo capitalista que explica a instabilidade financeira e da produção devido à incerteza, como resultado dos comportamentos dos agentes nos mercados. Os agentes econômicos operam em um mundo, no qual, as mudanças de opinião (expectativas) sobre o futuro são capazes de afetar o montante dos investimentos e, por conseguinte, a quantidade de emprego e de produto. As variáveis correntes mais afetadas por mudanças de opinião são as variáveis financeiras, tais como: a avaliação de mercado dos ativos de capital, os preços dos ativos financeiros e a conduta dos homens de negócios e dos banqueiros relativamente às estruturas de ativos e de dívidas e obrigações.

O investimento e as decisões financeiras são realizados em condições de incerteza, levando em consideração as expectativas e a confiança dos agentes nessas expectativas. Em uma economia monetária de produção, as avaliações que são feitas relacionadas ao

comportamento dos preços dos ativos de capital e dos rendimentos futuros esperados por esse capital determinam em larga medida o investimento corrente, que por sua vez, é crucial para o produto e o emprego. Nesse sentido, o comportamento da economia depende do ritmo dos investimentos que são realizados.

A instabilidade de uma economia que resulta destas características deve-se justamente ao caráter subjetivo das expectativas sobre o curso futuro do investimento, assim como da determinação subjetiva por parte do sistema financeiro (bancos e sociedades de investimentos) da estrutura apropriada da dívida destinada a financiar diferentes tipos de ativos de capital. Neste mundo em que os mercados financeiros desempenham um papel central, a incerteza é um fator determinante do curso dos rendimentos esperados dos investimentos e, conseqüentemente, do emprego e da produção.

A hipótese da instabilidade financeira reside na endogenização da estrutura financeira das empresas (bancárias e não-bancárias) como causa das crises financeiras, na medida em que assumem dívidas, que pretendem pagar utilizando elementos especulativos que os incapacitam de servir a dívida. A subida das taxas de juro, a queda dos preços dos ativos relativamente à dívida, o insuficiente *cash flow* gerado para fazer face às dívidas, geram a instabilidade financeira. Nesse sentido, o desemprego será gerado pela queda do rendimento das empresas que diminui o investimento.

A capacidade de honrar compromissos depende, por sua vez, do ritmo dos lucros. Minsky (1986, 2004) confere aos lucros o papel de variável chave para o crescimento real e para a dinâmica financeira da economia, pois determina a demanda por investimento e o preço dos ativos de capital, assim como, possibilita a liquidação das dívidas pendentes. Os lucros esperados são fundamentais para a realização dos novos investimentos, pois, a capacidade de honrar as dívidas financeiras depende das expectativas serem

suficientemente amplas, de tal modo que o volume dos futuros *cash flows* sejam suficientes para financiar as dívidas e refinanciá-las. Uma economia com dívidas privadas é especialmente vulnerável às mudanças (exógenas ou endógenas) no ritmo de investimento, pois os investimentos determinam a demanda agregada e a viabilidade das estruturas de dívidas.

Percebe-se, portanto, que o processo de financiamento da acumulação de capital envolve a comparação de dois fluxos: 1) fluxo de lucros esperados pelas empresas tomadoras de crédito, e; 2) fluxo de compromissos financeiros contratados. De acordo com de Paula e Alves, Jr. (2003, p. 149-50):

“A diferença entre os lucros esperados e os pagamentos contratados constitui as margens de segurança para o tomador e o credor. (...) A necessidade de margens de segurança advém do fato de que, em uma economia monetária, as firmas atuam sob condições de incerteza”. E complementam (op. cit., p. 150): “Nesta economia, as previsões sobre o futuro, por melhor que sejam feitas, não são condições suficientes para que o empresário aja sob certeza. Neste caso, a tomada de decisão implica em que o empresário acredite em suas previsões, ou seja, é necessário que seu estado de confiança, fundamentalmente subjetivo, o faça tomar a decisão de investir”.

Por sua vez, o “estado de expectativas” (expectativas e estado de confiança) pode ser entendido como sendo influenciado pelos elementos apresentados no primeiro capítulo.

O início do ciclo econômico depende das reversões que se verificam no “estado de expectativas” dos agentes econômicos, ou seja, de uma mudança nas expectativas compartilhadas por firmas e bancos quanto às condições futuras da economia. Como aponta de Paula e Alves, Jr. (2003, p. 153):

“uma fase expansiva do ciclo teria origem quando as expectativas dos agentes quanto ao futuro da economia indicasse maiores níveis de investimento para as empresas e menor preferência pela liquidez por parte dos bancos”.

Na fase expansionista, os bancos tendem a responder de acordo com a visão e as expectativas otimistas que predominam na economia. Pelo fato de suas expectativas tornarem-se mais otimistas, os bancos tendem a privilegiar rentabilidade à liquidez, assumindo posturas mais ousadas (especulativas). Passam a aceitar um montante maior de ativos de longo prazo e com maiores riscos e, também, a reduzir as taxas pagas nas suas obrigações. Nesse sentido, para que possam alavancar as operações em seus portfólios de ativos, administram ativamente seus passivos – gerenciando as reservas e introduzindo inovações financeiras. Nessa fase, os bancos tendem a sancionar as demandas por crédito dos agentes econômicos, estimulando o crescimento da economia.<sup>39</sup>

Com as expectativas mais otimistas e um alto grau de confiança, os bancos assumem uma postura menos conservadora, relaxando os critérios para concessão do crédito, que passam a ser baseados no valor dos ativos dos tomadores. No balanço dos bancos, aumenta a participação de formas menos líquidas de ativos (e marcadamente com retornos mais longos), ou seja,

“um período de prosperidade da economia leva a uma diminuição ainda maior da preferência pela liquidez dos bancos e a uma aceitação de práticas financeiras mais agressivas” (de Paula, 1999a, p. 185).

Sendo assim, no que são maiores os empréstimos bancários, maiores serão os investimentos, e, conseqüentemente, os lucros, aumentando dessa maneira a confiança no sucesso dos projetos.

“Esse efeito retroalimentador entre investimentos e empréstimos bancários contribuiria para validar as estruturas financeiras das firmas, com impactos positivos sobre o estado de expectativas quanto aos seus negócios. (...) No decorrer deste processo, o banqueiro não percebe a

---

<sup>39</sup> Pelo fato dos bancos, ao assumirem uma postura mais especulativa, estarem mais expostos aos riscos de juros, de crédito e de liquidez, é que de fato necessitam tomar medidas de precaução. Nesse sentido, a administração de seus balanços envolve o gerenciamento de seus riscos (de Paula, 2000).

ocorrência de qualquer aumento na sua exposição ao risco de crédito”  
(de Paula e Júnior, 2003, p. 154).

Durante o processo de expansão, com base em expectativas otimistas e em um elevado grau de confiança nessas expectativas, as margens de segurança vão se erodindo, tornando as estruturas financeiras mais frágeis. No caso dos bancos, por exemplo, tendem a apresentar um hiato crescente entre o grau de maturação de seus ativos vis-à-vis seu passivo, elevando o descasamento de prazos entre ambos.

Contudo, margens de segurança menores implicam em menor tolerância aos choques que podem vir a ocorrer na economia (como a expectativa de taxas de juros mais elevadas ou o aumento na capacidade produtiva além da demanda), o que resultaria em abrupta reversão das expectativas dos agentes econômicos, desencadeando uma crise. Na crise, o “estado de expectativas” se deteriora de forma generalizada, fazendo com que as projeções dos fluxos de rendas futuras sejam reduzidas. Conseqüentemente, as margens de segurança se contraem e a avaliação de riscos dos tomadores por parte dos bancos se altera.

Na fase contracionista, tanto as expectativas dos bancos tornam-se pessimistas quanto o estado de confiança se reduz, aumentando, assim, a preferência pela liquidez dessas instituições. Como destaca Mollo (2004, p. 338):

“quando as perspectivas do sistema bancário credor mudam, e reduz-se seu otimismo diante do crescimento futuro, a preferência pela liquidez dos bancos os leva a restringir o crédito e isso pode transformar uma crise de liquidez em crise de insolvência generalizada”.

Os bancos migram suas aplicações para ativos menos lucrativos e mais líquidos, o que representa uma redução do crédito destinado ao financiamento dos investimentos, agravando ainda mais a crise. Dessa forma, na fase contracionista, os bancos possuem a capacidade de potencializar a crise instalada, pois a postura defensiva assumida resulta no

racionamento de crédito, reduzindo os investimentos na economia, resultando, também, na possível incapacidade das firmas não-financeiras rolarem suas dívidas.

Uma vez que o estado de confiança se deteriora e a percepção de risco aumenta, os bancos passam a assumir posturas mais conservadoras, tornando-se mais cautelosos na concessão de crédito. A restrição de crédito pode resultar em um maior aumento das taxas de juros e, por conseguinte, das dívidas das firmas, que passam a ter maiores dificuldades em rolarem suas dívidas, justamente quando mais necessitam. A fragilização das estruturas financeiras de firmas e bancos pode levar a economia a uma deflação de dívida, induzindo a uma recessão mais profunda – que se perpetua por uma espiral declinante de investimento, lucros e preços dos ativos. Na visão de Minsky, a instabilidade financeira é inerente ao funcionamento das economias de mercado e as autoridades monetárias têm o poder de prevenir crises financeiras através de sua atuação.

É nesse contexto que a reputação da autoridade monetária, assim como, a transparência com que implementa suas políticas se faz importante para a recuperação da economia. Não basta a autoridade monetária atuar por meio de seus instrumentos no sentido de socorrer e/ou estimular a economia (provendo a economia com liquidez adequada), se os agentes acreditarem que essa atuação não será sustentada. A autoridade monetária deve possuir uma reputação tal que leve os agentes a crerem que de fato as expectativas devem convergir para um cenário otimista novamente, ou seja, tanto as expectativas devem ser revertidas quanto – de fundamental importância – o grau de confiança nessas expectativas deve ser fortalecido. Segundo Keynes (1982, p. 245):

“Se a redução da taxa de juros constituísse por si mesma um remédio efetivo, a recuperação poderia ser conseguida num lapso de tempo relativamente curto, e por meios mais ou menos diretamente sob controle da autoridade monetária. Isso, porém, não costuma acontecer,

não sendo fácil reanimar a eficiência marginal do capital, tal como a determina a psicologia caprichosa e indisciplinada do mundo dos negócios. É a volta da confiança, para empregar a linguagem comum, que se afigura tão difícil de controlar numa economia de capitalismo individualista”.

Nesse sentido, vemos que a autoridade monetária tem um papel fundamental a desempenhar no processo de recuperação da economia, por meio do canal das expectativas. Papel esse que aliado à reputação que possui é crucial para o “estado de expectativas” dos agentes e assim para o desempenho da economia. Conforme Keynes (1982, p. 247):

“em condições de *laissez-faire*, talvez seja impossível evitar grandes flutuações no emprego sem uma profunda mudança na psicologia do mercado de investimentos, mudança essa que não há razão para esperar que ocorra. Em conclusão, acho que não se pode, com segurança, abandonar à iniciativa privada o cuidado de regular o volume corrente de investimento”.

A seção seguinte trata de abordar a influência da reputação e da transparência da autoridade monetária sobre o “estado de expectativas” da firma bancária e, assim, sobre os resultados que se observam na economia.

### **3.4 Reputação, Transparência e Eficácia da Política Monetária**

Sob a ótica pós-keynesiana, descarta-se o paradigma de que a eficácia da política monetária depende de sua imprevisibilidade, ou seja, da implementação de políticas monetárias de “surpresa”. Ao contrário da visão novo-clássica (Lucas, 1972; Sargent e Wallace, 1975; Barro, 1976, 1977; Ball, 1991), segundo a qual a eficácia da política monetária depende da “surpresa” que ela provoca, a tese defende que o anúncio prévio dos objetivos da autoridade monetária, assim como das políticas utilizadas para atingi-los, não deve implicar a ineficácia de tais políticas. Pelo contrário, a autoridade monetária ao agir de

maneira transparente, aumenta a eficácia de suas políticas, pois sinaliza aos agentes os objetivos que busca alcançar e quais os valores buscados para as variáveis sob sua influência.

Dado que a promoção de cenários mais seguros sobre o futuro – menor incerteza por parte dos agentes – se configura como um dos principais objetivos da autoridade monetária, é conveniente que não atue de surpresa na economia, mas que deixe explícitos seus objetivos e anuncie suas políticas antecipadamente. Assim, a transparência da autoridade monetária é fundamental para a eficácia de suas políticas, pois o comportamento dos agentes pode ser melhor influenciado em favor dos objetivos da autoridade monetária e de suas políticas quando estes são claramente debatidos e entendidos, contribuindo para um desempenho mais satisfatório da economia.

Em suma, a autoridade monetária desempenha um importante papel de sinalizar aos agentes econômicos sobre a forma como irá atuar na economia por meio de suas políticas, tanto no presente quanto no futuro. A transparência com que atua a autoridade monetária, assim como, sua reputação são determinantes para as decisões de longo prazo a serem tomadas pelos agentes, devido às influências que exercem sobre suas expectativas e o estado de confiança. De acordo com Keynes (1982, p.124):

“O estado de expectativa a longo prazo, que serve de base para as nossas decisões, não depende, portanto, exclusivamente do prognóstico mais provável que possamos formular. Depende, também, da confiança com a qual fazemos este prognóstico (...). Se esperarmos grandes mudanças, mas não tivermos certeza quanto à forma precisa com que tais mudanças possam ocorrer, nosso grau de confiança, então, será fraco”.

Segundo ele, o “estado de expectativas” é fundamental para a demanda de investimento, pois, o estado de confiança expressa o grau limitado de certeza acerca da

ocorrência de um determinado evento, sendo inversamente relacionado às incertezas presentes nas expectativas elaboradas pelos agentes econômicos.

A TPK vê a atuação da autoridade monetária, como gestora da política monetária, dividida em dois aspectos fundamentais para que os objetivos de longo prazo (crescimento econômico com inflação baixa e estável) sejam alcançados: 1) deve buscar propiciar estabilidade ao mercado monetário-financeiro, gerenciando diariamente a liquidez e sinalizando os rumos da política monetária, e; 2) deve atuar como emprestador de última instância de modo a zelar pelo bom funcionamento do sistema financeiro em momentos de perigo de crise bancária, evitando a propagação do pânico que pode levar a uma corrida bancária e à ruptura do sistema de pagamentos. Manter a estabilidade monetária e do sistema bancário são considerados objetivos complementares aos objetivos principais, pois, um banco central não conseguiria, por exemplo, manter a moeda (inflação) estável se o sistema financeiro que a intermedia é instável. É nesse sentido que se mostra evidente o interesse dos bancos centrais na supervisão bancária, pois, a política monetária acaba perdendo eficácia por um sistema financeiro frágil e debilitado, principalmente devido aos impactos fiscais e monetários causados pela quebra dos bancos. Instituições financeiras insolventes não respondem coerentemente aos estímulos do mercado e da política econômica, em especial da política monetária. A fragilidade do sistema bancário passa a ser um obstáculo a implementação da política monetária.

Tanto o primeiro quanto o segundo sentido de atuação da autoridade monetária serão menos ou mais eficientes no auxílio à obtenção dos objetivos predeterminados, de acordo com a reputação da autoridade monetária e da transparência com que implementa suas políticas e faz seus anúncios.

As questões que envolvem a reputação da autoridade monetária e a transparência com que atuam passam a ser vistas sob uma perspectiva distinta daquela apresentada pelo *mainstream*. Se a política monetária é capaz de afetar tanto as variáveis reais da economia, quanto as variáveis nominais, e, se o sistema econômico capitalista é intrinsecamente instável e requer eventuais intervenções da autoridade monetária, então, por que construir a reputação de ser uma instituição voltada para a busca de um único objetivo, qual seja, controlar exclusivamente a inflação? A autoridade monetária, atuando com base em uma regra rígida de política fica sem a necessária margem de manobra para atuar quando se faz necessário, devido à prévia subutilização dos instrumentos monetários (a chamada “armadilha de credibilidade” apresentada no capítulo dois).

A reputação da autoridade monetária deve se encontrar relacionada não à percepção de que a política monetária não possa ser alterada ou que deva servir a um único objetivo, mas sim de que ela seja apropriada a uma conjuntura específica e, ao fato da autoridade monetária poder operar adequadamente as intervenções que se fizerem necessárias, em prol tanto do crescimento econômico e da redução do desemprego, quanto da estabilidade da inflação.

A reputação da autoridade monetária deve ser vista como um elemento auxiliador na propagação da política monetária para a economia pelo canal das expectativas, pois, se constitui como uma peça chave da cultura corporativa que determina como o público reage à autoridade monetária, ou seja, trata-se de um “contrato implícito” que delinea as expectativas do público. No que a autoridade monetária define e fortalece a reputação de ser uma instituição preocupada com questões relacionadas ao lado real e ao lado nominal da economia, o conhecimento dos agentes privados a respeito da forma de atuação da

autoridade monetária irá incorporar esse aspecto. Nesse sentido, quando a autoridade monetária – de maneira transparente – anunciar suas intenções de atuação, os agentes irão mais facilmente entender os sinais emitidos e formar expectativas no sentido dos objetivos perseguidos pela autoridade monetária. Quanto mais forte e mais bem definida for essa reputação, mais rapidamente as expectativas dos agentes irão tender a convergir para os objetivos predeterminados pelo governo, assim como, mais forte será o estado de confiança dos agentes nessas expectativas.

É de se esperar, por exemplo, que a preferência pela liquidez dos bancos seja maior no caso da autoridade monetária possuir a reputação de ser uma instituição que volta seus esforços unicamente para o controle da inflação, utilizando de manipulações da taxa básica de juros. Nesse sentido, as expectativas dos agentes que operam no mercado monetário-financeiro serão marcadamente estimuladas por essa percepção acerca do comportamento da autoridade monetária. Pelo fato, nesse caso, de a autoridade monetária colocar os resultados que se observam para produto, emprego e renda em segundo plano, os agentes formam expectativas à luz do comportamento da inflação e especulam com base na reputação da autoridade monetária. Ou seja, como conhecem (pela reputação) a forma de atuar da autoridade monetária e sabem que, sob o regime de metas de inflação, a preocupação central, e senão única, é com a inflação, e que o comportamento da inflação é explicado por uma série de fatores que fogem ao controle da autoridade monetária, suscitando a constante formação de expectativas para o comportamento da taxa de juros e, de fato, constantes manipulações da taxa básica de juros por parte da autoridade monetária, é que preferem manter seus recursos em ativos mais líquidos, pois os retornos esperados podem ser maiores e com um menor risco.

Dada a maior preferência pela liquidez dos bancos, o crédito voltado para o financiamento de projetos de longo prazo tende a se reduzir, pois os bancos optam por formarem um portfólio composto de ativos com um maior grau de liquidez. Assim, devido à restrição do crédito – explicada pela preferência pela liquidez dos bancos – os investimentos na economia se reduzem, levando ao aumento do desemprego e a redução do produto.

Quando buscando formar e consolidar sua reputação, a autoridade monetária adota um regime de meta de inflação, utilizando uma regra de política monetária (manipulação da taxa de juros), conduz a um generalizado “estado de expectativas” pessimista quanto ao comportamento das variáveis reais da economia, pois induz os agentes (principalmente os bancos) a elevarem sua preferência pela liquidez. Se esse “estado de expectativas” vem se verificando ao longo do tempo, sustentado pela reputação da autoridade monetária, o que veremos é uma economia em constante estado de semi-depressão. Como disse Keynes (1982, p. 55-56): “o volume de emprego em um momento qualquer depende, em certo sentido, não apenas do estado atual das expectativas, mas também de todos os estados de expectativas passadas que existiram no curso de certo período anterior. Todavia, as expectativas passadas que ainda não se dissolveram por completo estão incorporadas no equipamento de capital atual; diante disso o empresário deve tomar suas decisões, pois aquelas só influem sobre estas à medida que nelas tenham sido incorporadas”.

Como já dito anteriormente, a política monetária que busca estimular o investimento, e com isso o crescimento, se depara com o comportamento dos agentes econômicos que irão agir de acordo ou não com os sinais emitidos pela autoridade monetária. A eficácia da política monetária em atingir um objetivo para o produto é função, fundamentalmente, das

expectativas e avaliações realizadas pelos agentes acerca do contexto econômico futuro. É nesse sentido que a reputação da autoridade monetária desempenha um papel fundamental de induzir, quando uma política monetária for implementada, os agentes econômicos a trocarem ativos mais líquidos por ativos de longo prazo, estimulando os investimentos.<sup>40</sup>

## **Considerações Finais**

Pelo fato das expectativas se configurarem em um importante canal de transmissão da política monetária, que a reputação e a transparência da autoridade monetária são fundamentais para os resultados que se observam na economia. Isso se deve a política monetária não agir diretamente sobre os seus objetivos, mas sim por meio das respostas dos agentes que operam na economia aos sinais emitidos e políticas implementadas pela autoridade monetária. Dado ser através do mercado financeiro que a política monetária afeta a economia, que o capítulo conferiu destaque ao comportamento dos bancos.

Como os bancos possuem a capacidade de criar depósitos à vista (moeda-crédito) e administram seus balanços com base em seu “estado de expectativas” (expectativas e confiança nas expectativas), respondem por meio da preferência pela liquidez às suas percepções quanto ao contexto econômico. Assim, contraindo ou expandindo o crédito são capazes de desestimular ou estimular os investimentos e, conseqüentemente, o emprego e o produto.

---

<sup>40</sup> Acerca da eficácia da política monetária para a TPK, Carvalho (2000), no capítulo 9 (item 3), destaca a preferência pela liquidez dos bancos como um obstáculo a ser transpassado pela autoridade monetária que almeja estimular os investimentos, e assim, o emprego e o produto.

Em um contexto no qual a preferência pela liquidez é resultado não somente das incertezas que vigoram na economia, mas, também, da busca por resultados lucrativos pelos agentes, que a autoridade monetária deve atuar, (i) evitando a recessão, quando a economia inicia uma fase de contração – potencializada pela preferência pela liquidez – e, (ii) em momentos de expansão não deixando com que pressões de demanda sejam repassadas para os preços e que o sistema financeiro não se torne eminentemente frágil e instável.

O capítulo mostrou, com base no arcabouço teórico pós-keynesiano estruturalista, que existem duas funções básicas a serem desempenhadas pela autoridade monetária no sentido de promover o crescimento econômico e zelar pela estabilidade dos preços, quais sejam: (i) atuar como instituição responsável pela estabilidade do mercado monetário-financeiro, gerenciando diariamente a liquidez e sinalizando os rumos da política monetária, e; (ii) atuar como prestador de última instância com intuito de promover o bom funcionamento do sistema financeiro em momentos de crise. Tais funções, quando exercidas, irão se materializar em resultados na economia, de acordo com a reputação apresentada pela autoridade monetária e de acordo com a transparência que faz seus anúncios ao público e implementa suas políticas.

## *CAPÍTULO IV*

### *A Influência da Reputação, da Credibilidade e da Transparência sobre a Economia*

#### **Introdução**

O presente capítulo tem como objetivo desenvolver um modelo<sup>41</sup> que explique, por meio das decisões de investimento de firmas, o comportamento das trajetórias verificadas para o produto assumindo que a autoridade monetária apresenta duas situações distintas relacionadas ao trinômio reputação-credibilidade-transparência. As interações entre a reação das firmas e as situações descritas para o trinômio e em particular para a reputação da autoridade monetária irão exercer influências diferentes sobre a capacidade de a autoridade monetária atingir a meta para a inflação, assim como sobre sua capacidade de afetar a performance referente à trajetória de crescimento do produto da economia. O modelo irá mostrar que sendo a autoridade monetária capaz de afetar as decisões de investimento, por meio da percepção do público a respeito de seus anúncios e da maneira como implementa suas políticas monetárias, ou seja, por meio de um determinado *status* para o trinômio que traduz essa percepção, em última instância, será capaz, também, de promover alterações no produto, no emprego e na renda. O modelo mostrará assim que ao se adotar uma meta para a inflação, quando a autoridade monetária possui uma reputação

---

<sup>41</sup> De forma estilizada, com objetivo de simplificar o modelo a ser desenvolvido sem, contudo, comprometer seus resultados, supõe-se uma economia operando sob o regime de câmbio flexível, com metas para a inflação e apresentando orçamento público equilibrado e contas externas também.

consolidada (forte) e atua de maneira transparente por meio da implementação de políticas críveis, no que a estabilidade da inflação é alcançada, a autoridade monetária possui graus de liberdade para implementar políticas monetárias que estimulem o lado real da economia.

Além dessa introdução, o capítulo encontra-se organizado da seguinte maneira: a seção 4.1, tendo como referência o trabalho de Fazari-Ferri-Greenberg (2003), apresenta um modelo que busca explicar a evolução do produto ao longo do tempo com base no comportamento da demanda (investimento e consumo); a seção 4.2, com base no comportamento do produto descrito na seção anterior, analisa a influência da reputação, da credibilidade e da transparência da autoridade monetária e suas políticas sobre a economia; a seção 4.3 apresenta o comportamento dinâmico da dívida das firmas e como esse comportamento é afetado com base nas situações distintas que serão apresentadas para o trinômio, o que por conseguinte, acaba afetando as decisões de investimento das firmas, gerando trajetórias distintas de crescimento do produto; a última seção trata das considerações finais do capítulo, apontando as diferenças fundamentais entre a abordagem tradicional acerca do modelo de condução da política monetária quando adotada uma meta para a inflação e a abordagem acerca do mesmo tema, porém, sob uma perspectiva pós-keynesiana, à luz do modelo apresentado.

#### **4.1 O Modelo**

Os modelos pós-keynesianos que buscam explicar os motivos que levam o produto e o emprego a oscilarem no curto prazo, de um modo geral apresentam as seguintes características (Eichner, 1979): (i) atribuem ao investimento papel de destaque pelas

flutuações na economia; (ii) levam em consideração as alterações ocorridas na participação no produto desempenhada pelos diferentes agentes (distribuição de renda) quando gastos discricionários são efetuados na economia; (iii) são construídos em bases microeconômicas nas quais assumem que firmas possuem poder suficiente de formar preços acima dos custos marginais, sendo o *mark-up* ajustado de acordo com a necessidade de gerar internamente os fundos que serão utilizados para a realização dos investimentos; (iv) assumem que o emprego depende principalmente do produto agregado e, este último, da demanda agregada, portanto, alterações no salário nominal irão, na verdade, exercer influência sobre os preços, pois, afetam os custos que a firma incorre com trabalhadores e, assim, o seu *mark-up*; (v) enfatizam a importância da disponibilidade de crédito em permitir que firmas preencham a lacuna entre o nível desejado de gastos discricionários e a liquidez existente (motivo *finance*), concluindo que, a disponibilidade de crédito é importante em determinar não somente os gastos discricionários, mas, também, as crises de liquidez que se verificam.

Tendo como referencial teórico o trabalho de Fazzari-Ferri-Greenberg (2003), o modelo destaca o comportamento do investimento como fonte de flutuações da economia, ficando o consumo responsável pelo processo multiplicador.

#### **4.1.1 Investimento**

O comportamento do investimento pode ser descrito por meio da equação (1), em que,  $I_t$  é o nível real de investimento no período  $t$ ,  $Y_{t-1}$  é o produto real no período anterior,  $Y_t^e$  é o produto real esperado em  $t$  baseado em informações do período  $t-1$ ,  $P_t$  é o nível geral de preço em  $t$  e  $CF_t^e$  é o fluxo de caixa nominal esperado no período  $t$ ,

$$(4.1) \quad I_t = \eta_0 Y_{t-1} + \eta_1 (Y_t^e - Y_{t-1}) + \eta_2 \left( \frac{1}{P_t} \right) CF_t^e$$

Os termos da equação (4.1) podem ser assim entendidos: o primeiro termo,  $\eta_0 Y_{t-1}$ , pode ser interpretado como o investimento associado à reposição do capital que se depreciou (sendo  $\eta_0 = \delta\varphi$ , em que  $\delta$  é a taxa de depreciação e  $\varphi$  a razão capital-produto); o segundo termo,  $\eta_1 (Y_t^e - Y_{t-1})$ , tendo como referência o modelo acelerador, indica a influência sobre o investimento das expectativas formadas para o produto (se for verificada uma diferença entre as expectativas formadas em  $t-1$  para o produto em  $t$  e o produto observado em  $t-1$ , então o investimento sofrerá uma alteração com base em  $\eta_1$ ), e; o terceiro termo apresenta a influência sobre o investimento em  $t$ , do fluxo de caixa nominal esperado em  $t$  deflacionado pelo índice geral de preços em  $t$ , sendo o parâmetro  $\eta_2$  responsável por transmitir as variações ocorridas no  $CF_t^e$  sobre o investimento, ou seja, representa a influência sobre o investimento da disponibilidade de fundos gerados para financiá-lo<sup>42</sup>.

Sendo a taxa de crescimento esperada do produto  $g_t^e = \frac{Y_t^e - Y_{t-1}}{Y_{t-1}}$ , então a equação do

investimento acima pode ser reescrita como,

---

<sup>42</sup> Como sugere o trabalho de Fazzari-Ferri-Greenberg (2003, p.5): “Greater cash flow raises the amount of investments that firms can undertake without incurring the risks and costs associated with debt or new share issues”.

$$(4.1') \quad I_t = \eta_0 Y_{t-1} + \eta_1 g_t^e Y_{t-1} + \eta_2 \left( \frac{1}{P_t} \right) CF_t^e$$

Diferente do fluxo de caixa nominal esperado no período  $t$  apresentado por Fazzari-Ferri-Greenberg (2003), aqui,  $CF_t^e$  é a diferença entre receita nominal esperada ( $P_t^e Y_t^e$ ) e custos envolvendo o salário nominal esperado ( $W_t^e$ ) e juros nominais predeterminados ( $R_t$ ) que incidem sobre o estoque nominal da dívida pendente no início do período  $t$  ( $D_t$ ), ou seja,

$$(4.2) \quad CF_t^e = P_t^e Y_t^e - W_t^e - R_t D_t$$

Assumindo uma participação constante ( $w$ )<sup>43</sup> do salário nominal na renda nominal agregada esperada, então,  $W_t^e = w P_t^e Y_t^e$ . Assim, a equação (4.2) pode ser reescrita como,

$$(4.2') \quad CF_t^e = (1 - w) P_t^e Y_t^e - R_t D_t$$

Substituindo (4.2') em (4.1'), a função do investimento torna-se,

$$(4.3) \quad I_t = \eta_0 Y_{t-1} + \eta_1 g_t^e Y_{t-1} + \eta_2 (1 - w) Y_t^e \left( \frac{P_t^e}{P_t} \right) - \eta_2 R_t \left( \frac{D_t}{P_t} \right)$$

---

<sup>43</sup> De fato, os trabalhadores buscam ou aumentar ou manter a participação dos seus salários sobre a renda da economia. Assumindo que, no mínimo, consigam manter suas participações em todos os períodos, então, vale que,  $W_t = w P_t Y_t$ , sendo,  $0 < w < 1$ .

Com intuito de determinar, mais a frente, a taxa de crescimento atual da economia,

$g_t = \frac{Y_t}{Y_{t-1}} - 1$ , será obtida a equação do investimento em sua forma intensiva, para isso a

equação (4.3) será dividida por  $Y_{t-1}$ , ficando,

$$(4.4) \quad i_t = \frac{I_t}{Y_{t-1}} = \eta_0 + \eta_1 g_t^e + \eta_2 (1-w)(1+g_t^e) \left( \frac{P_t^e}{P_t} \right) - \eta_2 \frac{R_t D_t}{P_t Y_{t-1}}$$

Definindo  $d_t$  como a razão entre a dívida nominal de início de período ( $D_t$ ) e a renda

nominal defasada ( $P_{t-1} Y_{t-1}$ ), ou seja,  $d_t = \frac{D_t}{P_{t-1} Y_{t-1}}$ , a equação (4.4) pode ser reescrita quando

no último termo é feita a substituição por  $D_t$ , ficando,

$$(4.4') \quad i_t = \eta_0 + \eta_1 g_t^e + \eta_2 (1-w)(1+g_t^e) \left( \frac{P_t^e}{P_t} \right) - \eta_2 R_t d_t \left( \frac{P_{t-1}}{P_t} \right)$$

Pelo fato de,

$$\pi_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \text{ e } \pi_t^e = \frac{P_t^e - P_{t-1}}{P_{t-1}}, \text{ então, } \frac{P_{t-1}}{P_t} = \frac{1}{1 + \pi_t}, \text{ e; } \frac{P_t^e}{P_t} = \frac{(1 + \pi_t^e)}{(1 + \pi_t)}$$

A equação do investimento em sua forma intensiva fica,

$$(4.5) \quad i_t = \eta_0 + \eta_1 g_t^e + \eta_2 (1-w)(1+g_t^e) \frac{(1+\pi_t^e)}{(1+\pi_t)} - \eta_2 \left( \frac{R_t d_t}{(1+\pi_t)} \right)$$

$$(4.5A) \quad i_t = \eta_0 + \eta_1 g_t^e + \eta_2 \frac{1}{(1+\pi_t)} \left[ (1-w)(1+g_t^e)(1+\pi_t^e) - R_t d_t \right]$$

Fazendo  $(1-w) = \mu$ , obtém-se,

$$(4.5B) \quad i_t = \eta_0 + g_t^e \left[ \eta_1 + \eta_2 \mu \frac{(1+\pi_t^e)}{(1+\pi_t)} \right] + \frac{\eta_2}{(1+\pi_t)} \left[ \mu(1+\pi_t^e) - R_t d_t \right]$$

A equação (4.5B) além de capturar elementos fundamentais da teoria do investimento de Minsky (2004), tais como, (i) o efeito acelerador (por meio do termo de crescimento,  $g_t^e$ ), (ii) o efeito da distribuição de renda sobre o investimento por meio da participação do salário no fluxo de caixa, e (iii) a restrição dos investimentos correntes devido à necessidade de servir a dívida contratual, ou seja, o estoque acumulado de dívidas de financiamentos de atividades passadas afetando o investimento corrente; é argumentada, também, pela influência que exercem as expectativas formadas para a inflação sobre o investimento.

#### 4.1.2 Consumo

A função consumo apresentada possui relação com os pressupostos sugeridos por Keynes acerca de seu comportamento explicado pela renda. No presente trabalho encontra-

se argumentada pela renda e levando em consideração as influências do efeito riqueza e da participação dos trabalhadores na renda. De acordo com Keynes (1982, p. 84):

“O montante que a comunidade gasta em consumo depende, evidentemente: (i) em parte, do montante de sua renda; (ii) em parte, de outras circunstâncias objetivas que o acompanham; e (iii) em parte, das necessidades subjetivas, propensões psicológicas e hábitos dos indivíduos que a compõe, bem como dos princípios que governam a distribuição da renda entre eles (que são passíveis de modificações à medida que aumenta a produção)”.

A importância que Keynes (1982, p. 94-95) confere ao comportamento do consumo como um elemento a influir na formação das expectativas e, por conseguinte, sobre a decisão de investir, por meio de sua influência sobre a demanda esperada, pode ser identificada por meio de três passagens:

1) “O consumo – para repetir o óbvio – é o único fim e objetivo da atividade econômica. As oportunidades de emprego estão necessariamente limitadas pela extensão da procura agregada. A demanda agregada só pode ser derivada do consumo presente ou das reservas para o consumo futuro”.

2) “Os novos investimentos de capital só podem realizar-se em excesso ao desinvestimento atual do capital quando se espera um aumento dos gastos futuros em consumo”.

3) “... cada enfraquecimento na propensão a consumir, considerada como hábito permanente, leva a demanda de capital a enfraquecer-se juntamente com a demanda de consumo”.

Diferentemente da função consumo apresentada por Fazzari-Ferri-Greenberg (2003)<sup>44</sup>, a função consumo aqui proposta, expressa pela equação (8), é argumentada por

---

<sup>44</sup> A função por eles apresentada consiste do seguinte:  $C_t = \lambda_1(1 + g_t^e)Y_{t-1} + \lambda_2Y_{t-1}$ . Nas palavras de Fazzari-Ferri-Greenberg (2003, p. 7): “We specify consumption with a combination of forward-looking and “rule of thumb” behavior”. E explicam: “Some consumers forecast period  $t$  income with an expected growth rate. The coefficient  $\lambda_1$  combines the share of forward-looking consumers with their marginal propensity to consume. Other consumers base their period  $t$  consumption on period  $t - 1$  income as reflected by the second term in the consumption function. The share of these consumers times their marginal propensity to consume is  $\lambda_2$ ”.

dois termos: o primeiro termo refere-se ao montante que será consumido do ganho sobre a renda do período anterior que não foi consumida, mas sim aplicada, e o segundo termo refere-se ao montante da renda agregada atual que é repassada ao consumo atual por meio da propensão marginal a consumir. Na equação (8), enquanto  $C_0$  representa a propensão a consumir da renda que não foi consumida no período anterior e que foi aplicada, gerando um aumento de riqueza,  $C_1$  representa a propensão a consumir da renda atual.

$$(4.8) \quad C_t = C_0(R_t)(1 - C_1)(Y_{t-1}) + C_1(Y_t), \text{ em que, } 0 < C_0, C_1 < 1$$

#### 4.1.3 Determinação do produto

O equilíbrio no mercado do produto é obtido por meio da igualdade entre oferta e demanda, sendo o produto ( $Y_t$ ) determinado pela demanda ( $DD_t$ ), em que a equação da demanda é dada por,<sup>45</sup>

$$(4.9) \quad DD_t = C_t + I_t$$

Logo, o equilíbrio ocorre quando,

$$(4.10) \quad Y_t = C_t + I_t$$

---

<sup>45</sup> Para efeitos de simplificação serão omitidos do modelo os gastos públicos ( $G$ ) e as exportações líquidas ( $NX$ ). Essa omissão não compromete nem os resultados obtidos pelo modelo, nem a análise a ser elaborada posteriormente, com base nos resultados. Caso esses agregados fossem incorporados, a demanda agregada poderia ser representada como,  $DD = C + I + G + NX$ , o que implicaria acrescentar na equação (4.11B) mais um termo constante, por exemplo,  $G + NX = \zeta$ , que posteriormente seria simplificado com os demais termos.

Expressando a equação (4.8) na equação (4.10) e dividindo a equação (4.10) pelo produto defasado em um período com intuito de obter o produto em sua forma intensiva, determinando, assim, a taxa de crescimento atual do produto da economia, obtém-se,

$$(4.11) \quad 1 + g_t = \frac{Y_t}{Y_{t-1}} = i_t + C_0(R_t)(1 - C_1) + \frac{C_1(Y_t)}{Y_{t-1}}$$

Logo,

$$(4.11A) \quad 1 + g_t = \frac{Y_t}{Y_{t-1}} = \left( \frac{1}{1 - C_1} \right) [i_t + C_0(R_t)(1 - C_1)]$$

Substituindo o investimento, equação (4.5B), na equação (4.11A) e fazendo o termo multiplicador  $\left( \frac{1}{1 - C_1} \right) = \kappa$  e  $(1 - C_1) = \hbar$ , a equação (4.11B) obtida abaixo descreve um modelo multiplicador-acelerador.

$$(4.11B) \quad \frac{Y_t}{Y_{t-1}} = \kappa \left[ \eta_0 + g_t^e \left[ \eta_1 + \eta_2 \mu \frac{(1 + \pi_t^e)}{(1 + \pi_t)} \right] + \frac{\eta_2}{(1 + \pi_t)} \left[ \mu(1 + \pi_t^e) - R_t d_t \right] + C_0(R_t)(\hbar) \right]$$

## 4.2 O “trinômio” e sua influência sobre o desempenho econômico

A presente seção analisa a influência da reputação, da credibilidade e da transparência da autoridade monetária e suas políticas sobre o estado de expectativas para a inflação e a inflação em si, com destaque para a influência que exerce a reputação da autoridade monetária sobre as expectativas formadas para o crescimento econômico. Será visto que a influência sobre a inflação acaba, em última instância, afetando o comportamento do produto e da renda e que a reputação da autoridade monetária exerce um papel de destaque sobre as expectativas formadas para o crescimento econômico.

Quanto à força reputacional que possui a autoridade monetária, Blinder (1999a, p.44), em contraposição a hipótese Barro-Gordon, de que a reputação seja zero ou um, sugere que essa admite diferentes gradações:

“there are many types of central banker, not just two, and random shocks cloud the mapping from outcomes back to types. For these and other reasons, reputation is not like pregnancy: You can have either a little or a lot”.

A tese reconhece que a força reputacional da autoridade monetária pode aumentar e diminuir, possuindo assim diferentes graus, entretanto, com intuito de elaborar uma análise acerca da influência desse elemento sobre o desempenho econômico, analisa dois casos distintos – um de reputação consolidada (forte) e outro de fraca reputação (ou em fase de desenvolvimento).

A tese, embora aborde a influência do trinômio reputação-credibilidade-transparência da autoridade monetária e suas políticas sobre uma economia operando sob o regime de metas de inflação, confere uma análise mais detalhada ao papel e importância da reputação, como justificado no capítulo um.

A reputação da autoridade monetária pode ser entendida como a percepção que o público possui a respeito das preferências dessa instituição e da maneira como irá atuar. Essa percepção foi construída fundamentalmente com base em suas ações e seus anúncios e pode se consolidar (fortalecer) ou enfraquecer com o tempo, de acordo com as ações que vão sendo tomadas e os resultados que se observam na economia. Ou seja, a reputação é conquistada a partir dos resultados da política monetária aplicada, não podendo ser determinada por decreto, ou pela simples escolha de alguém que tenha uma tradição antiinflacionária extrema como sugerido por Rogoff (1985). Ao abordar a influência da reputação da autoridade monetária sobre as expectativas e confiança dos agentes econômicos e, assim, sobre o desempenho da economia, a tese realiza a análise de dois aspectos distintos acerca da reputação: 1) *sua força*, isto é, o grau de reputação (que pode se acumular ou se destruir com o tempo), analisando dois casos qualitativos diferentes, quais sejam, se a reputação é fraca (ou ainda em desenvolvimento) ou consolidada (forte), e; 2) *seu tipo*, ou seja, se a autoridade monetária possui a reputação de ser uma instituição que se preocupa somente com a questão da inflação, ou se possui a reputação de ser uma instituição que se preocupa não somente com a inflação, mas, também, com o lado real da economia.

Ao fazer a distinção a respeito do tipo de reputação da autoridade monetária, isto é, reputação do tipo I – quando a autoridade monetária atua conforme a hipótese de não-neutralidade da moeda, isto é, preocupada com a inflação e com os resultados que se observam em termos de crescimento, emprego e estabilidade do sistema monetário-financeiro – e reputação do tipo II – quando a autoridade monetária atua baseada na hipótese de neutralidade da moeda, se preocupando única e exclusivamente com a questão da estabilidade da inflação – o trabalho amplia a possibilidade de analisar diferentes

implicações da percepção do público acerca da condução da política monetária sobre a economia pelo canal das expectativas.

Primeiramente, serão analisadas duas situações distintas em particular: a primeira – denominada de trinômio tipo I – quando a autoridade monetária possui uma reputação consolidada, atua de maneira transparente e implementa políticas críveis, resultando, assim, na capacidade de fazer convergir tanto as expectativas de inflação quanto a própria inflação para a meta, ou seja,  $\pi_t = \Theta \pi_t^e$ , em que  $\Theta = 1$ ; a segunda – denominada trinômio tipo II – quando a autoridade monetária possui uma reputação fraca, atua de forma opaca (baixa transparência) e implementa políticas não-críveis, resultando em uma situação em que a autoridade monetária encontra dificuldades em fazer convergir a inflação e as expectativas para a inflação para a meta. Nesse segundo caso, a meta de inflação não mais representa o principal referencial de orientação dos agentes para o processo de formação das expectativas de inflação, ou seja, a autoridade monetária não consegue fazer com que os agentes se utilizem da meta de inflação como principal elemento de referência no processo de formação das expectativas.<sup>46</sup> Isso se deve, ao fato do fraco estado de confiança dos agentes na capacidade da autoridade monetária fazer convergir as expectativas de inflação para a meta. Assume-se para a situação do tipo II que  $\pi_t = \Theta \pi_t^e$ , sendo  $\Theta > 1$ . Os resultados sugerem que em uma situação com trinômio tipo I, a trajetória do produto apresenta comportamento preferível aquele apresentado por uma situação com trinômio tipo II. Mais ainda, em uma situação do trinômio do tipo I, a autoridade monetária se encontra com mais graus de liberdade para atuar regulando as pressões de liquidez

---

<sup>46</sup> O presente capítulo não tem como objetivo apresentar nem propor regras alternativas de formação das expectativas dos agentes. Simplesmente argumenta que em uma situação na qual a autoridade monetária possui baixa reputação, não atua de forma transparente e não implementa políticas críveis (trinômio tipo II), a utilização de uma meta para a inflação não atinge o objetivo de servir como um referencial no processo de formação das expectativas dos agentes para a inflação.

existentes na economia, o que por sua vez afetaria a preferência pela liquidez e, assim, o produto, o emprego e a renda.

Em seguida, o capítulo realiza uma análise acerca do tipo de reputação que a autoridade monetária busca formar, ou seja, se compatível com a hipótese de não-neutralidade da moeda (*Reputação do tipo I*) ou se compatível com o pensamento tradicional (*mainstream*) baseado na hipótese de neutralidade da moeda (*Reputação do tipo II*).

#### 4.2.1 Trinômio tipo I e suas implicações

Considerando uma autoridade monetária com uma forte reputação, atuando de maneira transparente e implementando políticas críveis no tocante a fazer com que tanto a taxa de inflação quanto as expectativas para a taxa de inflação converjam para uma meta pré-estabelecida  $\pi_t^*$ , então, logrará êxito se fizer com que  $\pi_t^e = \pi_t = \pi_t^*$ . Portanto, em um contexto de estabilidade para a taxa de inflação em que tanto as expectativas para a inflação quanto a inflação convergem para a meta de inflação, a equação (4.11B) pode ser reescrita da seguinte maneira:

$$(4.12) \quad \frac{Y_t}{Y_{t-1}} = \kappa \left[ \eta_0 + g_t^e (\eta_1 + \eta_2 \mu) + \eta_2 \mu - \frac{\eta_2}{(1 + \pi_t^*)} (R_t d_t) + C_0(R_t)(\hbar) \right]$$

Em um contexto de estabilidade dos preços, os agentes econômicos passam a se preocupar com outras decisões estratégicas que possam afetar os seus negócios, segundo Greenspan (1996, p. 1):

“Price stability obtains when economic agents no longer take account of the prospective change in the general price level in their economic decisionmaking”.

Blinder (1995) apresenta definição similar:

“The definition I’ve long used for price stability is a situation where ordinary people in their ordinary course of business are not thinking and worrying about inflation”.

Meltzer (1997, p. 3), por sua vez, define estabilidade de preços da seguinte forma:

“an inflation rate so close to zero that it ceases to be a significant factor in long-term planning”.

Nesse sentido, a estabilidade dos preços deve ser entendida como um conceito muito mais amplo, que vai além de uma simples taxa baixa e estável de inflação, mas, como um estado marcado por expectativas baixas e estáveis de inflação, em que a incerteza inflacionária é reduzida ou praticamente nula.<sup>47</sup>

Fazendo:  $\Omega = \eta_0 + \eta_2\mu$ ,  $\psi = \eta_1 + \eta_2\mu$ ,  $Z = C_0\hbar$  e  $\Phi = \frac{\eta_2}{(1 + \pi_t^*)}$ , então,

---

<sup>47</sup> O presente capítulo não tem como prioridade analisar os determinantes do processo inflacionário (o que será feito no capítulo cinco), contudo, admite que flutuações do produto só irão se materializar em inflação de demanda caso a utilização da capacidade instalada tenha atingido um nível que torne legítima uma elevação generalizada dos preços. Os empresários se valem da seguinte lógica: sabendo que a autoridade monetária atuará de forma a manter a inflação e as expectativas para a inflação convergindo para a meta, pressões de demanda somente causarão desvios para cima da inflação e das expectativas em relação à meta caso seja baixo o nível de capacidade ociosa; caso contrário, empresários não irão alterar preços, pois, além de saberem que a autoridade monetária atuará de forma austera, dependendo da estrutura competitiva que estejam inseridos podem perder competitividade com a elevação dos seus preços.

$$(4.12B) \quad \frac{Y_t}{Y_{t-1}} = \kappa [\Omega + \psi g_t^e + R_t (Z - \Phi d_t)]$$

A equação (4.12B) mostra um comportamento para a evolução do produto e da renda compatível com o princípio da demanda efetiva, em que o produto e, por conseguinte, o emprego é determinado pelas expectativas de demanda formadas pelos agentes econômicos, o que em última instância acaba por afetar as expectativas de crescimento do produto e, assim, a própria trajetória de crescimento do produto. Observa-se que em uma situação do tipo I em que a estabilidade inflacionária é alcançada, os agentes passam a desconsiderar a influência da inflação e das expectativas para a inflação sobre os seus negócios, pois acreditam que a autoridade monetária logrará êxito em atingir sua meta estabelecida para a inflação. Sendo assim, a evolução do produto/renda no tempo passa a ser uma função da taxa de crescimento esperada do produto ( $g_t^e$ ), da taxa de juros nominal de mercado ( $R_t$ ) e da razão entre o estoque da dívida nominal de início de período e a renda nominal defasada, ( $d_t$ ). Se um maior crescimento do produto é esperado, os investimentos se elevam, o que envolverá uma maior utilização de fatores de produção no processo produtivo, levando, portanto, a um crescimento da renda na economia. A expectativa de aumento da demanda estimula o investimento que, junto com o aumento do consumo e por meio do efeito multiplicador elevam o nível do produto. Quanto à influência da taxa de juros ( $R_t$ ) sobre o crescimento do produto, essa exerce um efeito ambíguo que pode ser assim explicado: se a taxa de juros aumentar, existirão dois efeitos atuando, em direções opostas, sobre a trajetória de crescimento do produto, o primeiro está relacionado ao efeito riqueza dos indivíduos, que estimulará o consumo e assim o produto e a renda, o segundo

relacionado ao custo de servir a dívida contraída pelas firmas, reduzindo o fluxo de caixa nominal esperado e, assim, os investimentos e, conseqüentemente, o produto e a renda.

De acordo com o modelo, um ambiente com inflação baixa e estável é fundamental para o alongamento do horizonte de planejamento das firmas, incluindo aí previsões relacionadas aos recebimentos e dispêndios esperados pelos empresários. Fica evidente que um mecanismo sincronizado de formação de preços e salários beneficia as decisões de investimento na economia e, portanto, a performance macroeconômica.

#### **4.2.2 Trinômio tipo II e suas implicações**

Em uma situação do tipo II, dado que a autoridade monetária encontra dificuldades em fazer com que a inflação e as expectativas para a inflação converjam para a meta preestabelecida e, além disso, a própria meta de inflação deixa de servir como um referencial de formação das expectativas, com base na equação (4.11B), resultados adversos podem ser observados.

Uma situação do tipo II, na qual a inflação observada em  $t$  é maior do que a expectativa de inflação para  $t$  formada em  $t - 1$ , ou seja,  $\pi_t > \pi_t^e$ , com  $\Theta > 1$ , pode ser justificada por meio do seguinte argumento: na tentativa de neutralizar eventuais perdas de participação no produto que possam ocorrer devido a um aumento generalizado dos preços, os agentes econômicos buscam formar preços acima das expectativas formadas para a inflação. Assim, no que os agentes, de forma generalizada, formam preços acima das expectativas de inflação com o intuito de manterem ou até mesmo aumentarem suas participações no produto da economia, o relativo de preço formado, que resultará na

inflação observada, apresentará um resultado maior do que o resultado que se verifica para a inflação esperada.<sup>48</sup>

Sendo assim, com base na equação (4.11B) que descreve a trajetória de crescimento do produto, os seguintes resultados podem ser extraídos:

- Com relação ao termo que explica a influência do crescimento esperado do produto ( $g_t^e$ ) sobre a trajetória de crescimento do produto, numa situação do tipo II com

expectativas de inflação se elevando, verifica-se que  $\psi > \eta_1 + \eta_2 \mu \frac{(1 + \pi_t^e)}{(1 + \pi_t)}$ . Isso implica

que caso seja observado um aumento nas expectativas de crescimento para o produto, a situação do tipo II apresentará uma trajetória de crescimento do produto menor do que aquela verificada em uma situação do tipo I. Assim, resultados piores em termos de produto, emprego, renda e inflação são verificados quando a autoridade monetária possui baixa reputação, não atua de forma transparente e não implementa políticas críveis.

- O termo independente  $\eta_0 + \eta_2 \mu \frac{(1 + \pi_t^e)}{(1 + \pi_t)}$  também leva a trajetória de crescimento do

produto a apresentar resultados piores quando comparada à situação do tipo I, pois,

$$\eta_0 + \eta_2 \mu \frac{(1 + \pi_t^e)}{(1 + \pi_t)} < \eta_0 + \eta_2 \mu.$$

---

<sup>48</sup> Tal hipótese tem como referência os argumentos apresentados por Kandir (1989, p. 84), que por sua vez se inspira em Frenkel (1979). De acordo com o primeiro, “ocorrendo um choque inflacionário na economia, os agentes produtivos em todos os segmentos passam a esperar um aumento na variação de seus custos. Em consequência procuram aumentar preventivamente seus *mark-ups*. Mas de que magnitude? Se errarem para baixo perderão pelo aperto das margens. Se errarem para cima, perderão pela diminuição das quantidades vendidas. Trata-se de uma escolha sob risco. Frenkel mostrou que um processo racional de decisão conclui por um viés no sentido de evitar-se o erro de subestimar a evolução dos custos. Assim, quando ocorrem choques inflacionários, surge um elemento acelerador que corresponde ao viés de superestimar as expectativas de evolução dos custos”.

- O termo  $\left[ \frac{\eta_2}{(1 + \pi_t)} \right] (-R_t d_t)$ , também faz com que a trajetória de crescimento do produto seja inferior à situação do tipo I. Em uma situação do tipo II, caso a inflação esteja dando sinais de estar se desviando do objetivo estabelecido, a autoridade monetária terá maior dificuldade em trazer a inflação para próximo da meta, necessitando ajustar o instrumento de política monetária (taxa de juros) de maneira mais abrupta, ou seja, promovendo uma maior elevação da taxa de juros e com isso acarretando um custo maior para a sociedade. No que a taxa básica de juros se eleva, aumentam as demais taxas de juros nominais de mercado, desestimulando os investimentos, pois, além das aplicações financeiras ficarem mais atrativas (desviando recursos da esfera real), o custo de financiar os projetos de investimento se eleva, aumentando também o estoque da dívida contraída que se acumula.

#### 4.2.3 Implicações do tipo de reputação sobre a economia

Para o desenvolvimento dessa análise, chamaremos de *Reputação do tipo I* a autoridade monetária que atua conforme a hipótese de não-neutralidade da moeda – sendo a política monetária capaz de afetar tanto o lado nominal quanto o lado real da economia – e, *Reputação do tipo II* a autoridade monetária que atua conforme a hipótese de neutralidade da moeda – sendo a política monetária implementada com o intuito de controlar a taxa de inflação conforme uma regra de manipulação da taxa de juros, não importando a origem do processo inflacionário. Além da implementação desses novos aspectos na análise, será introduzida uma equação para o comportamento das expectativas formadas para o produto.

A equação irá mostrar que as expectativas formadas para o produto são explicadas como uma função da taxa de inflação por meio do seguinte *trade-off* : quando a inflação aumenta, espera-se que o produto se reduza e vice-versa. Argumenta-se, dessa maneira, por uma relação inversa entre inflação ( $\pi$ ) e expectativas formadas para o produto ( $Y^e$ ), expressa pela equação (4.13), em que  $\Omega$  simboliza um parâmetro autônomo representativo de todas as demais variáveis que afetam ( $Y^e$ ) e que, no entanto, foram omitidas do modelo, e o parâmetro ( $\lambda$ ) da equação capta a influência da reputação da autoridade monetária sobre as expectativas formadas para o produto ( $Y^e$ ) quando são verificadas alterações na taxa de inflação ( $\pi$ ).

$$(4.13) \quad Y^e = \Omega - \lambda \cdot \pi$$

A equação (4.13) mostra que as expectativas formadas para o produto são inversamente relacionadas à taxa de inflação devido à percepção dos agentes quanto às políticas econômicas que serão utilizadas para conter o processo inflacionário, assim como, devido à percepção dos agentes acerca do comprometimento dos *policymakers* com seus objetivos. Ou seja, os agentes esperam, por exemplo, que sejam implementadas políticas econômicas que inevitavelmente levarão a uma redução do produto demandado e/ou da renda, quando a inflação se elevar – e vice-versa. Nesse sentido, pode ser estabelecida a existência de uma relação entre a reputação da autoridade monetária e o parâmetro ( $\lambda$ ) e, assim, sobre o desempenho da economia por meio das expectativas.

Espera-se, por exemplo, que quanto maior for a importância atribuída aos resultados observados para o produto, pela autoridade monetária – possuindo, portanto, a reputação de

ser uma instituição preocupada com os resultados que se observam sobre o lado real da economia, buscando, assim, melhorar o desempenho em termos de produto e renda – menor será a influência da inflação sobre as expectativas formadas para o produto do período seguinte, indicando, nesse sentido, um parâmetro ( $\hat{\lambda}$ ) com um baixo valor. Portanto, ao se verificar uma alteração na taxa de inflação, essa não trará como consequência um impacto adverso tão forte sobre o produto da economia quanto aquele que seria observado, caso a autoridade monetária possuísse a reputação de ser uma instituição preocupada única e exclusivamente com a inflação.

Nesse sentido, as alterações no produto podem ser analisadas com base na seguinte hipótese acerca da influência da reputação da autoridade monetária sobre o desempenho da economia: as variações nas expectativas formadas para o produto, explicadas por variações na inflação, são maiores quando a reputação da autoridade monetária for do *tipo II*, e, as variações nas expectativas formadas para o produto, explicadas por variações na inflação, serão menores quando a reputação da autoridade monetária for do *tipo I*, o que equivale à  $\hat{\lambda}_{\text{tipoII}} > \hat{\lambda}_{\text{tipoI}}$ .

Para o caso de uma taxa de inflação se elevando e acelerando, os resultados, em termos de variação no produto, mostram que é melhor a autoridade monetária possuir uma *Reputação do tipo I* do que uma *Reputação do tipo II*. Pelo fato de  $\hat{\lambda}_{\text{tipoII}} > \hat{\lambda}_{\text{tipoI}}$ , então, mesmo se a autoridade monetária não buscasse controlar o aumento na variação da taxa de inflação pela manipulação da taxa de juros, o resultado, em termos de variação do produto, seria pior, para o caso de uma autoridade monetária com *Reputação do tipo II*, pois, geraria um estado de expectativas pessimistas em relação ao comportamento do produto no futuro, devido, justamente, à reputação ostentada pela autoridade monetária.

Para o caso de uma inflação de custos, o melhor que a autoridade monetária faz (em termos de resultados para o produto) é possuir uma reputação do tipo I e não combater a inflação pela elevação da taxa de juros, pois: 1) a aceleração da inflação trará uma redução maior sobre o produto, caso a reputação da autoridade monetária seja do tipo II, dado que,  $\hat{\lambda}_{tipoII} > \hat{\lambda}_{tipoI}$ , e; 2) pelo fato da autoridade monetária reagir aumentando a taxa de juros, isso faz com que o produto se reduza mais ainda, já que, uma taxa de juros mais elevada implica um custo financeiro maior (como será melhor detalhado na seção seguinte). Além disso, como argumenta Palacio-Vera (2005, p. 763):

“a policy reaction function like the one used by Romer (2000) or any variant of the policy rule proposed by Taylor (1993) is an inadequate way of coping with an adverse SS [supply shock]”.

A reputação que a autoridade monetária constrói e busca fortalecer com o tempo (por meio do “fazer aquilo que anuncia e sinaliza” de acordo com seus objetivos e seu alcance) se caracteriza como um elemento determinante para o processo de tomada de decisões dos agentes que operam em uma economia. Pois, ao estabelecer certa reputação, a autoridade monetária induz os agentes econômicos a tomarem decisões conforme as expectativas que formam acerca de sua reação. Nesse sentido, sua reputação torna-se fundamental para o conhecimento dos agentes acerca do modo como a autoridade monetária enxerga o funcionamento da economia e do modo como reage aos distúrbios que nela ocorrem.

Ao reconhecer que suas políticas são capazes de afetar tanto a esfera nominal quanto a esfera real e, dessa maneira, assumir uma postura compatível com a sua capacidade de promover a estabilização tanto dos preços quanto do produto, atuando por meio de políticas coordenadas com as demais políticas econômicas, cria a reputação de ser uma instituição não somente preocupada em controlar a inflação, mas, a reputação de ser uma instituição

que atua de acordo com as necessidades levantadas pela sociedade, quer sejam associadas com o lado real ou o lado nominal da economia.

A autoridade monetária ao sustentar uma reputação baseada no princípio da neutralidade da moeda, implementando sua política monetária com base em uma regra de elevações da taxa de juros para conter as pressões inflacionárias somente estrangula o crescimento econômico. O uso da taxa de juros, como forma de combater o processo inflacionário, deve ser parcimonioso e estar de acordo com o diagnóstico preciso de inflação.

### **4.3 Dinâmica da dívida**

Em um arcabouço pós-keynesiano, o mercado financeiro e as condições de financiamento que a firma encontra desempenham papéis centrais na determinação da trajetória de crescimento do produto e do emprego na economia. De acordo com Fazzari e Variato (1994, p. 355):

“The ability of a firm to undertake an investment project may depend not only on the fundamentals of the project under consideration, but also on the firm’s financial condition. Projects in which firms would invest if they had sufficient internal funds might not be undertaken if the firm must raise external funds to finance the project”.

Nesse sentido, o estoque da dívida possuída pelas firmas pode representar uma restrição para a obtenção de crédito necessário para a implementação de projetos de investimento.

Com intuito de tornar o comportamento do investimento dinâmico, abordando a influência da postura financeira assumida pela firma sobre o seu investimento, e, também, a

influência que exerce a autoridade monetária, por meio de manipulações da taxa de juros, sobre a dívida, o modelo pode ser expandido de modo a apresentar a equação que explica o processo dinâmico de endividamento da firma.

A dívida no início do período  $t$  é igual à dívida no início do período  $t-1$ , mais a taxa de juros nominal em  $t-1$  que incide sobre a dívida do mesmo período, mais o investimento nominal realizado no período anterior ( $P_{t-1}I_{t-1}$ ) e menos o fluxo de caixa nominal no período  $t-1$ , ou seja,

$$(4.14) \quad D_t = D_{t-1}(1 + R_{t-1}) + P_{t-1}I_{t-1} - CF_{t-1}$$

Dividindo a equação de acumulação da dívida pela renda nominal defasada, obtém-se,

$$(4.15) \quad d_t = \frac{D_t}{P_{t-1}Y_{t-1}} = \frac{D_{t-1}(1 + R_{t-1}) + P_{t-1}I_{t-1} - [(1-w)P_{t-1}Y_{t-1} - R_{t-1}D_{t-1}]}{P_{t-1}Y_{t-1}}$$

Resolvendo<sup>49</sup>, chega-se à,

---

<sup>49</sup> Se,  $D_{t-1} = d_{t-1}P_{t-2}Y_{t-2}$ , logo, substituindo na equação (4.15), fica,

$$d_t = \frac{d_{t-1}P_{t-2}Y_{t-2} + 2R_{t-1}d_{t-1}P_{t-2}Y_{t-2}}{P_{t-1}Y_{t-1}} + \frac{I_{t-1}}{Y_{t-1}} - (1-w),$$

$$\text{Assim, } d_t = \left[ \frac{(1 + 2R_{t-1})P_{t-2}Y_{t-2}}{P_{t-1}Y_{t-1}} \right] d_{t-1} + \frac{I_{t-1}}{Y_{t-1}} - (1-w)$$

Sendo,  $\frac{I_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{i_{t-1}}{(1 + g_{t-1})}$ , e;  $\frac{1}{(1 + g_{t-1})(1 + \pi_{t-1})} = \frac{P_{t-2}Y_{t-2}}{P_{t-1}Y_{t-1}}$ , então, substituindo em (4.14), obtém-se a equação (4.14A).

$$(4.15A) \quad d_t = \left[ \frac{(1 + 2R_{t-1})}{(1 + g_{t-1})(1 + \pi_{t-1})} \right] d_{t-1} + \frac{i_{t-1}}{(1 + g_{t-1})} - (1 - w)$$

A equação (4.15A) mostra que quando tanto a dívida do período anterior quanto o serviço da dívida do período anterior se alteram, a dívida do período corrente também se altera, ou seja,  $\frac{\partial d_t}{\partial d_{t-1}} > 0$  e  $\frac{\partial d_t}{\partial R_{t-1}} > 0$ . Além disso, se ocorrer uma elevação na taxa de crescimento econômico do período anterior, a dívida das firmas irá diminuir, como pode ser visto por  $\frac{\partial d_t}{\partial g_{t-1}} < 0$ , pois é de esperar que ocorra um aumento no *cash flow* das firmas, e; se a inflação estiver dando sinais de estar se acelerando, então, a dívida irá diminuir em termos reais. O segundo termo aponta para o fato da dívida estar se alterando em função de modificações nos gastos com investimentos, ou seja,  $\frac{\partial d_t}{\partial i_{t-1}} > 0$ . O terceiro termo indica que se a participação dos trabalhadores no produto se altera, então, as dívidas das firmas irão se alterar no mesmo sentido.

Considerando uma situação em que prevalece o trinômio do tipo I, o seguinte raciocínio pode ser construído: no que a inflação observada e as expectativas para a inflação convergem para a meta, manipulações na taxa básica de juros com intuito de controlar a inflação tornam-se menos frequentes, isso se reflete em estabilidade nas taxas de juros nominais de mercado, que como consequência, traz estabilidade para o comportamento da dívida das firmas, instaurando um ambiente em que os planos de investimento podem ser alongados. Embora, por um lado, a dívida das firmas possa estar aumentando por meio da elevação dos investimentos, por outro, dado que ocorre

crescimento econômico, essa dívida diminui, pois no que a renda aumenta, isso se reverte em consumo e conseqüentemente em receita para as firmas, que terão recursos para honrar seus compromissos.

Em uma situação do tipo II entretanto, dada a dificuldade encontrada pela autoridade monetária em fazer tanto a inflação quanto as expectativas para a inflação convergirem para a meta, no que a inflação dá sinais de estar aumentando, a taxa básica de juros será elevada, e com isso, a dívida das firmas irá aumentar. Se a autoridade monetária vem ao longo do tempo implementando esse tipo de política devido à dificuldade que encontra em fazer a inflação e as expectativas convergirem para a meta, o que se verifica é uma trajetória de deterioração no caixa das firmas por conta do aumento de suas dívidas. Nesse contexto, as dívidas aumentam, os investimentos diminuem, resultando em baixo crescimento econômico, ou até mesmo crescimento nulo ou negativo.

Quando buscando formar e consolidar sua reputação, a autoridade monetária adota uma meta para a inflação, contudo, utilizando uma regra de política monetária (manipulação da taxa de juros), conduz a um generalizado “estado de expectativas” pessimista quanto ao comportamento das variáveis reais da economia, pois induz os agentes a elevarem sua preferência pela liquidez. Se esse “estado de expectativas” vem se verificando ao longo do tempo, sustentado pela reputação da autoridade monetária, o que veremos é uma economia em constante estado de semi-depressão. É nesse sentido que a reputação da autoridade monetária desempenha um papel fundamental de induzir, quando uma política monetária for implementada, os agentes econômicos a trocarem ativos mais líquidos por ativos de longo prazo, estimulando os investimentos.

O Quadro 3 abaixo ilustra o comportamento dos preços, da taxa de crescimento econômico e da preferência pela liquidez para os casos em que a autoridade monetária

possui reputação consolidada ou fraca e, também, elevada ou pouca credibilidade e transparência (trinômio tipo I e II, respectivamente), assim como para os casos de reputação do tipo I e II, compatíveis com as hipóteses de não-neutralidade e neutralidade da moeda.

Quadro 3: Comportamento dos preços, crescimento e liquidez sob diferentes tipos de política monetária

Postura e força da autoridade monetária		Comportamento dos preços	Comportamento da taxa de crescimento	Preferência pela liquidez
Reputação consolidada, elevada credibilidade e transparência (trinômio tipo I)	Reputação do tipo I	Estabilidade	Crescimento sustentável	Baixa
	Reputação do tipo II	Estabilidade	Estagnação ou recessão	Alta
Reputação fraca, pouca credibilidade e transparência (trinômio tipo II)	Reputação do tipo I	Inflação	Crescimento intermitente	Alta
	Reputação do tipo II	Inflação	Estagnação ou recessão	Alta

## Considerações Finais

Com base no que foi apresentado, uma vez que a autoridade monetária tenha alcançado uma situação do tipo I tanto para o tipo de reputação quanto para a força do trinômio, então, será capaz de desempenhar um papel no sentido de evitar a ocorrência de trajetórias indesejadas para o produto, caso choques adversos venham a ocorrer. A

autoridade monetária agindo de forma transparente, implementando políticas críveis e coordenadas com as demais políticas econômicas pode induzir os agentes a formarem expectativas com base em sua reputação.

O resultado do modelo desenvolvido mostra que no que a estabilidade da inflação é conquistada, ou seja, no que a meta de inflação é alcançada, a política monetária pode voltar-se para a questão do gerenciamento da liquidez com objetivo de estimular o crédito e, assim, os investimentos. Além disso, políticas econômicas, podem ser implementadas com intuito, por exemplo, de estimular a concorrência bancária, fazendo, assim, com que as taxas de juros de mercado se reduzam e os investimentos sejam estimulados.

Um detalhe importante do modelo é o fato de que quando o ciclo virtuoso se instaura não necessariamente ele se reverte, como alguns poderiam questionar, por meio do processo de retomada da inflação quando a política monetária se torna gradualmente expansionista. Isto é, não necessariamente a inflação e as expectativas irão se desviar da meta na medida em que a taxa básica de juros vai sendo gradativamente reduzida. Isso decorre da característica do modelo em que os custos financeiros se reduzem, por meio de reduções nas taxas de juros, e as firmas ganham margem para estarem promovendo reduções nos preços. Se a isso for acrescida a questão do estímulo da concorrência nos mercados quer seja por meio do crescimento econômico quer seja por meio de políticas econômicas que induzam a isso, um limitador para o processo de retomada da inflação é fortalecido.

Assim, tornando tanto as expectativas para a inflação mais estáveis quanto a própria inflação compatível com a meta, a autoridade monetária ganha graus de liberdade para implementar políticas que estimulem o lado real da economia, auxiliando, por exemplo, na redução de comportamentos indesejáveis dos investimentos, ligados às incertezas inerentes

à atividade de investimento em ativo fixo. Nesse sentido, quanto mais forte for a reputação do tipo I e maior for a transparência da autoridade monetária, logrando êxito em manter a inflação baixa e estável, maiores serão as chances de ocorrer uma melhor trajetória de crescimento do produto.

O presente capítulo, portanto, mostrou uma abordagem que se diferencia da abordagem tradicional acerca tanto dos condicionantes para a implementação do regime de metas de inflação quanto para as implicações que traz o regime sobre a forma de condução da política monetária e sobre os objetivos a serem perseguidos pela autoridade monetária, argumentando que: 1) a implementação de uma meta para a inflação por si só não garante a obtenção dos melhores resultados em termos de inflação e produto para a economia, esses, em parte, estão condicionados a reputação da autoridade monetária, a forma transparente com que essa atua e a implementação de políticas econômicas críveis; 2) a política monetária não deve ser conduzida por meio da utilização de um único instrumento (taxa básica de juros) e com intuito somente de alcançar a estabilidade dos preços e das expectativas para a inflação, ou seja por uma regra, sob o risco de afetar de forma significativa e sistêmica a estrutura de dívida das firmas (e dos bancos), o que implicaria em flutuações indesejadas para o produto sem necessariamente trazer os resultados esperados para os preços. Nesse sentido, atenção especial deve ser conferida ao processo de formação de preços das firmas (como sugere o capítulo dois dessa tese) e como esse ocorre para as firmas que se encontram operando em diferentes estruturas de mercado.

## *CAPÍTULO V*

### *Política Monetária, Inflação e Crescimento Econômico*

#### **Introdução**

O presente capítulo tem como principal objetivo mostrar que a política monetária, quando conduzida por uma regra de manipulação da taxa de juros voltada exclusivamente para controlar a inflação (em um regime de metas para a inflação), embora consiga atingir tal objetivo, apresenta um resultado pior se comparada a uma política monetária que seja implementada, também, para atingir uma meta para o nível do produto. O modelo elaborado para mostrar tais resultados enfatiza: o papel das expectativas, o papel da autoridade monetária por meio de sua função de reação à luz da hipótese de não-neutralidade da moeda e a influência da reputação da autoridade monetária sobre os resultados observados na economia.

Para isso, o modelo destaca os processos inflacionários de demanda e de custos que podem ser observados na economia, com intuito de reforçar a idéia de que para cada diagnóstico inflacionário uma política econômica específica deva ser implementada.<sup>50</sup> A crítica, portanto, reside na questão envolvendo a subutilização da política monetária, sustentada pelo princípio da neutralidade da moeda – a qual orienta a política monetária a ser conduzida por meio de uma regra preocupada única e exclusivamente com os resultados

---

<sup>50</sup> O modelo descarta de sua análise os movimentos na inflação decorrentes do processo de indexação dos preços da economia a algum tipo de mecanismo de correção monetária, que deu origem a chamada inflação inercial, buscando enfatizar, de fato, os processos inflacionários oriundos de pressões de demanda e de custos.

referentes ao comportamento da inflação, conferindo pouca ou quase nenhuma atenção ao produto e a renda. Nesse sentido, o presente capítulo busca tornar compatível a adoção de meta para a inflação com crescimento econômico, destacando o papel que de fato deve exercer a política monetária e a importância da forma de atuação da autoridade monetária por meio de suas políticas – ou seja, de sua reputação.

Além dessa introdução, o capítulo encontra-se dividido da seguinte maneira: a seção 5.1 apresenta um modelo caracteristicamente ortodoxo de funcionamento da economia, seus principais resultados e, por conseguinte, sua aceitação por parte do “novo consenso” macroeconômico, além disso, a seção mostra também as controvérsias existentes acerca desse modelo; as seções 5.2 e 5.3 apresentam um modelo capaz de apontar a influência da política monetária sobre o lado real e nominal da economia, demonstrando que os resultados obtidos para o produto são melhores quando a autoridade monetária se preocupa em reagir aos desvios do produto em relação a uma meta para o produto e quando a autoridade monetária cria e fortalece uma reputação de estar preocupada também com os resultados que se observam no lado real; a última seção trata das considerações finais do capítulo.

## **5.1 “Novo Consenso” Macroeconômico e Metas de Inflação**

A compatibilidade entre pensamento macroeconômico tradicional (ou *mainstream* macroeconômico) e a adoção de regras monetárias sob o regime de metas de inflação pode ser facilmente observada por meio de modelos elaborados sob um “novo consenso” macroeconômico (Goodfriend e King, 1997; King, 2000; Romer, 2000; Taylor, 2000;

Goodfriend, 2004; Woodford, 2003). Tais modelos são entendidos pelos seus proponentes como sendo representativos daqueles utilizados pelas principais autoridades monetárias, em que apresentam fundamentalmente as seguintes características: se utilizam das hipóteses de expectativas racionais, neutralidade da moeda no longo prazo, existência de um processo de barganha no mercado de trabalho acerca do salário real, equilíbrio determinado pela oferta (ou seja, a demanda agregada é irrelevante para a determinação dos valores de equilíbrio das variáveis reais) e processo inflacionário explicado por pressões de demanda (excesso de demanda agregada é a principal fonte de inflação). Essas características, no que diz respeito ao comportamento da inflação e sua relação com o lado real da economia, podem ser expressas sob a forma de uma curva de Phillips – representativa do processo inflacionário – consistente com a hipótese de taxa natural.

Quanto à utilização da curva de Phillips (CP) como guia de conduta da política econômica sua prática emergiu por meio dos modelos elaborados pela síntese neoclássica. A necessidade de se adicionar um bloco explicativo para o comportamento dos preços e salários dentro do arcabouço IS-LM, de modo a explorar as implicações das políticas econômicas tanto sobre o lado real quanto o lado nominal da economia levou o modelo a ser conhecido como IS-LM-CP. Contudo, a ocorrência de elevados níveis de desemprego com elevada inflação na década de 1970 levaram os macroeconomistas a questionarem aspectos teóricos e quantitativos que sustentavam o modelo IS-LM-CP. Questões fundamentais foram levantadas por parte do pensamento novo-clássico emergente – liderado por Lucas e seguido por economistas que apoiavam a revolução das expectativas racionais – acerca da validade do modelo e do receituário de políticas econômicas que sugeria. O modelo IS-LM-CP passou a ser visto por esses economistas (a exemplo, Lucas, 1972a, 1972b, 1976, 1980; Sims, 1980; Leeper e Sims, 1994) como sendo inconsistente

com o comportamento otimizador de famílias e firmas, sendo criticado não somente por não utilizar microfundamentos como um guia para a especificação das equações estimadas, como também por evitar questões centrais de identificação.

Recentemente, o desenvolvimento de uma nova escola de pensamento – baseada nesse “novo consenso” – vem ganhando evidência por meio da combinação de elementos clássicos com elementos keynesianos em modelos microfundamentados que aplicam otimização intertemporal e hipótese de expectativas racionais, movendo a macroeconomia em direção a uma “Nova Síntese Neoclássica”. O “novo modelo IS-LM” é o resultado desse novo programa de pesquisa que emerge, incorporando em sua estrutura expectativas racionais e derivações microfundamentadas. O modelo, embora se encontre designado a descrever o comportamento de variáveis macroeconômicas que entram na maioria das discussões de políticas econômicas, não deixa de ser elaborado sob bases microeconômicas.

Também conhecido como “modelo IS-LM expectacional”, pois em suas equações são incluídos termos expectacionais, o modelo tem como propósito, por exemplo, fortalecer conclusões sobre a condução da política monetária em quatro grandes áreas: 1) *a necessidade de utilização de metas para inflação*, sob a justificativa de que a política monetária que conduz a inflação para patamares baixos e estáveis, conseqüentemente, levará e manterá o nível de atividade econômica próximo de sua capacidade; 2) *o comportamento da taxa de juros sob metas de inflação*, pois a taxa de juros real (equivalente à taxa de juros nominal menos a inflação esperada) é um preço relativo intertemporal crucial, o qual aumenta quando se espera um aumento no crescimento da atividade real, e se reduz quando há uma desaceleração da economia, ou seja, o banco central manipula (aumenta/diminui) a taxa de juros nominal de acordo com movimentos (aumentos/reduções, respectivamente) na taxa de crescimento esperado do produto da

economia; 3) *as limitações da política monetária*, suscitando uma autoridade monetária incapaz de sustentar desvios permanentes do produto de seu nível potencial, devendo, portanto, se ater a regras restritas compatíveis a um equilíbrio único sob expectativas racionais, e; 4) *os efeitos da política monetária* sob a economia à luz do debate “regras versus discricção”.

Romer (2000), embora também analise a condução da política monetária à luz dessas quatro grandes áreas, argumenta que atualmente a maioria dos bancos centrais confere pouca atenção aos agregados monetários quando conduzindo a política monetária. Nesse sentido, sugere um modelo alternativo que não incorpora a curva LM, mas sim a hipótese de que a autoridade monetária segue uma regra para o comportamento da taxa de juros real.<sup>51</sup> De acordo com Romer (op. cit., p. 154):

“This assumption is a vastly better description of how central banks behave than the assumption that they follow a money supply rule. Central banks in almost all industrialized countries focus on the interest rate on loans between banks in their shot-run policy-making”.

Sendo assim, o modelo exposto nessa seção como representativo do “novo consenso macroeconômico” segue as idéias contidas em Allsopp e Vines (2000), Taylor (2000) e Romer (2000), sendo apresentado de forma semelhante a como é feita em Lavoie (2006) e Setterfield (2006). Ou seja, o modelo encontra-se estruturado em três equações fundamentais: uma equação IS, uma equação da curva de Phillips e uma função de reação da autoridade monetária. Assim, busca analisar o equilíbrio macroeconômico quando a autoridade monetária conduz a política monetária por meio de uma regra, sob o regime de metas de inflação.

---

<sup>51</sup> Essa hipótese ajuda a evitar as complicações e controvérsias que emergem dentro da estrutura IS-LM envolvendo a utilização das taxas de juros real (para a IS) e nominal (para a LM). Acerca das demais vantagens sugeridas pelo modelo proposto por Romer, ver Romer (2000).

### 5.1.1 O Modelo

O modelo representativo do novo consenso pode ser resumido por meio das seguintes equações:

$$(5.1) \quad y = A - \delta.r$$

$$(5.2) \quad \pi = \pi_{-1} + \alpha(y - y_n)$$

$$(5.3) \quad \dot{r} = \beta(y - y_n) + \gamma(\pi - \pi^*)$$

A equação (5.1) representa o equilíbrio no mercado do produto (equação IS), a equação (5.2) expressa o comportamento da inflação por meio da curva de Phillips<sup>52</sup> (versão adaptativa), incorporando a hipótese de taxa natural, e, a equação (5.3) é uma função de reação da autoridade monetária. O nível do produto real e o nível natural do produto real são expressos respectivamente por  $y$  e  $y_n$ ; a taxa de juros real é expressa por  $r$ ; a taxa de inflação e a meta para a taxa de inflação são representadas por  $\pi$  e  $\pi^*$ , respectivamente; o termo  $A$  expressa os componentes autônomos, incluindo a política fiscal.

De modo a analisar os resultados a serem obtidos pelo modelo e sua compatibilidade com o regime de metas para a inflação, as equações devem ser reduzidas a um sistema de

---

<sup>52</sup> Embora a curva de Phillips estabeleça o *trade-off* entre inflação e desemprego, pela Lei de Okun, pode-se verificar que a curva de Phillips e a curva de oferta agregada expressam, essencialmente, a mesma relação.

equações diferenciais (no tempo). Nesse sentido, diferenciando a equação (5.1) no tempo e considerando  $\dot{A} = 0$ , se obtém,

$$(5.4) \quad \dot{y} = -\delta \cdot \dot{r}$$

Por sua vez, combinando a equação (5.4) com a equação (5.3) chega-se à,

$$(5.5) \quad \dot{y} = -\delta\beta(y - y_n) - \delta\gamma(\pi - \pi^*)$$

Sendo,  $\dot{\pi} = \pi - \pi_{-1}$ , então, pela equação (5.2), se obtém,

$$(5.6) \quad \dot{\pi} = \alpha(y - y_n)$$

O equilíbrio é obtido nas equações (5.5) e (5.6) quando não ocorre variação na taxa de inflação, ou seja a inflação está estável, e quando não ocorre variação no nível do produto real, isto é, quando se encontra em estado estacionário compatível com o nível natural. Essa situação pode ser expressa por  $\dot{y} = \dot{\pi} = 0$ , o que leva por meio da equação (5.6) à  $y = y_n$ , e por meio da equação (5.5) à seguinte expressão,

$$(5.7) \quad y = y_n + \frac{\gamma}{\beta}\pi^* - \frac{\gamma}{\beta}\pi$$

Como  $y = y_n$ , então, substituindo na equação (5.7), conclui-se que,

$$(5.8) \quad \pi = \pi^*$$

A estabilidade da configuração de equilíbrio pode ser verificada por meio da análise dos jacobianos obtidos das matrizes representativas do sistema de equações formado pelas equações (5.5) e (5.6).<sup>53</sup>

O resultado fundamental extraído do modelo é que a autoridade monetária além de estabelecer uma meta de inflação explícita, ao agir de acordo com a sua função de reação – equação (5.3) – assegura que a meta de inflação seja parte de uma configuração de equilíbrio agregado na qual a economia irá, sempre, em direção ( $y = y_n$  e  $\pi = \pi^*$ ), seja qual for a perturbação.

### 5.1.2 Controvérsias acerca do Modelo

O modelo, no entanto, considera o comportamento da inflação explicado somente por pressões de demanda – desvios do produto em relação ao seu nível natural – assim como, sugere a manipulação de somente um único instrumento (taxa de juros) quando ocorrem variações no hiato do produto responsáveis por pressões de demanda ou quando a inflação se desvia da meta de inflação. Ou seja, o modelo desconsidera as pressões de custo sobre a inflação, a influência das expectativas de inflação e de crescimento do produto sobre a inflação e sobre o crescimento econômico, respectivamente, assim como, desconsidera a influência dos demais instrumentos de política econômica sobre os resultados econômicos.

---

<sup>53</sup> O presente trabalho não tem como objetivo enfatizar e aprofundar as análises de estabilidade da configuração de equilíbrio, para maiores detalhes acerca dessa análise, ver Setterfield (2006).

Vale observar que os modelos elaborados pela ortodoxia assumem a relação funcional expressa pela Curva de Phillips, mas apresentam resultados distintos para a inflação e para o produto no curto e no longo prazo devido à maneira como assumem que as expectativas sejam formadas. Chick (1983, p. 311-12) argumenta contra a utilidade proposta pelo *mainstream* à curva de Phillips:

“Realizar uma discussão sobre mudanças de preços sem mencionar a curva de Phillips poderia parecer ao leitor absolutamente estranho; desde meados da década de sessenta os economistas que analisam a inflação lançam mão desta ferramenta. Há várias razões para eu não a haver utilizado. Fundamentalmente, não creio que ela se destinasse a isso. Em segundo lugar, penso que ela foi entendida como uma explicação, na crença de que o modelo de Keynes não tinha qualquer explicação para os preços, o que por sua vez, se deve ao fato de a oferta e a obtenção de lucro terem ficado fora da versão IS-LM de Keynes”.

A crítica de Chick chama atenção para o fato de que assumir a curva de Phillips como instrumental explicativo para as oscilações verificadas na taxa de inflação constitui-se em aceitar um caso particular relacionado à estrutura de oferta da economia, em que o percentual de utilização da capacidade instalada atingiu o patamar que torna possível a pressão exercida pela demanda ser repassada para os preços.

A política monetária que considera ser o funcionamento da economia – comportamento da inflação e do produto – compatível com o que é descrito pela Curva de Phillips e, assim, lança mão da utilização de somente um instrumento, como a taxa de juros para controlar qualquer tipo de inflação, tende a punir a produção e o emprego. Numa economia de mercado, nada garante o pleno emprego, pois, empresas decidem o quanto produzir e o quanto cobrar pelo produto em função: (i) de suas expectativas quanto ao comportamento futuro da economia, e (ii) em função de seus objetivos.

Nesse sentido, o modelo deve ser ampliado, incorporando a influência das expectativas acerca da inflação e do produto, assim como a influência das pressões de custos sobre a inflação, com intuito de reestruturar a forma de atuação da autoridade monetária, analisando, ao mesmo tempo, a influência de sua reputação sobre a economia.

A seção seguinte se encarrega de demonstrar que a autoridade monetária ao atuar por meio da manipulação da taxa de juros para controlar o processo inflacionário, que não seja explicado por pressão de demanda, irá atingir um resultado de equilíbrio inferior ao que seria obtido caso a política monetária fosse utilizada para atingir uma meta para o produto.

## **5.2 Política Monetária e Metas para a Inflação e para o Produto**

A presente seção trata de apresentar um modelo que possibilita compatibilizar a condução da política monetária com metas para a inflação e para o produto. O modelo demonstra, também, que quando a autoridade monetária forma uma reputação de conduzir a política monetária por meio de uma regra voltada para o controle exclusivo da inflação, dedicando pouca ou quase nenhuma atenção para o desempenho do produto da economia, o resultado observado não é o melhor. Nesse sentido, tanto uma mudança na condução da política econômica deve ser efetuada quanto uma nova reputação da autoridade deve ser construída.

### 5.2.1 O Modelo

O modelo é composto: (i) de uma equação de equilíbrio no mercado do produto que incorpora um termo expectacional, (ii) de uma equação para o comportamento da inflação que considera as pressões de demanda e de custos, assim como a influência das expectativas de inflação e, (iii) de uma equação de reação da autoridade monetária. Uma inovação que o modelo apresenta é a abordagem acerca da influência que a reputação da autoridade monetária exerce sobre as expectativas formadas para o comportamento futuro do produto por meio dos resultados observados para a inflação.

A equação (5.9) do modelo, equivalente ao equilíbrio no mercado do produto, é uma aproximação da equação utilizada por King (2000), contudo, pode ser entendida em termos da influência sobre o produto ( $y$ ) exercida pela taxa de juros ( $r$ ) e pelas expectativas formadas para o produto do período seguinte ( $y_{+1}^e$ ) – compatível com os resultados obtidos no capítulo anterior. Mais uma vez, o termo  $A$  representa componentes autônomos, incluindo a política fiscal, assim,

$$(5.9) \quad y = A + v_0 y_{+1}^e - v_1 r$$

Quanto às expectativas formadas para o produto do período seguinte, são explicadas como uma função da taxa de inflação por meio do seguinte *trade-off*, como foi feito no capítulo anterior: quando a inflação aumenta, espera-se que o produto do período seguinte se reduza e vice-versa. Ou seja, argumenta-se por uma relação inversa entre inflação ( $\pi$ ) e expectativas formadas para o produto do período seguinte ( $y_{+1}^e$ ), expressa pela equação

(5.10), em que  $\Omega$  simboliza um parâmetro autônomo representativo de todas as demais variáveis que afetam ( $y_{+1}^e$ ) e que, no entanto, foram omitidas do modelo,

$$(5.10) \quad y_{+1}^e = \Omega - \lambda \cdot \pi$$

A equação (5.10) mostra que as expectativas formadas para o produto do período seguinte são inversamente relacionadas à taxa de inflação devido à percepção dos agentes quanto às políticas econômicas que serão utilizadas para conter o processo inflacionário, assim como, devido à percepção dos agentes acerca do comprometimento dos *policymakers* com seus objetivos. Ou seja, os agentes esperam, por exemplo, que sejam implementadas políticas econômicas que inevitavelmente levarão a uma redução do produto demandado e/ou da renda, quando a inflação se elevar – e vice-versa. Nesse sentido, pode ser estabelecida a existência de uma relação entre a reputação da autoridade monetária e o parâmetro ( $\lambda$ ) e, assim, sobre o desempenho da economia por meio das expectativas.<sup>54</sup>

O comportamento da inflação é apresentado pela equação (5.11), que informa ser a inflação explicada pelas expectativas formadas para a inflação do período seguinte ( $\pi_{+1}^e$ ), por pressões de demanda ( $y^d$ ) e por pressões de custos ( $\tau$ ).<sup>55</sup>

$$(5.11) \quad \pi = \alpha_0 \pi_{+1}^e + \alpha_1 y^d + \tau$$

---

<sup>54</sup> A confiança dos agentes se caracteriza como um elemento fundamental de propagação da política monetária pelo canal das expectativas, representando a percepção dos agentes econômicos quanto à postura da autoridade monetária e sua forma de conduzir a política monetária. Assim, uma relação pode ser estabelecida entre o “estado de expectativas” – que envolve as expectativas e a confiança dos indivíduos e firmas – e a reputação e transparência da autoridade monetária e a credibilidade de suas políticas, conforme apresentado no capítulo um.

<sup>55</sup> Acerca da influência que exerce as expectativas formadas para a inflação do período seguinte sobre o comportamento da inflação e seu papel no regime de meta de inflação, assim como, os elementos determinantes dessas expectativas, ver a *seção 5.2.2*.

Os custos por sua vez podem ser explicados por meio da seguinte função:  
 $\tau = g(\dot{\varepsilon}, \dot{w}, \Lambda)$ .<sup>56</sup> Assim, na equação (5.12),  $(\dot{\varepsilon})$  representa as variações na taxa de câmbio nominal,  $(\dot{W})$  representa a variação dos salários nominais e  $(\Lambda)$  a produtividade média do trabalho, sendo,

$$(5.12) \quad \tau = \alpha_2 \dot{\varepsilon}_t + \alpha_3 \dot{W}_t - \alpha_4 \Lambda$$

Por outro lado, a influência do produto demandado sobre a taxa de inflação pode ser entendida por meio da análise do grau de utilização da capacidade instalada, comparando o produto da economia com o produto crítico<sup>57</sup> e o produto de pleno emprego. O modelo sugere essa análise para explicar os impactos das pressões de demanda sobre a inflação. Sendo assim, se a economia estiver em uma situação na qual o produto observado é menor

---

<sup>56</sup> A influência das variações da taxa nominal de câmbio  $(\dot{\varepsilon})$  sobre a inflação será maior ou menor de acordo com o grau de dependência e/ou de utilização de produtos importados. Ou seja, se o peso das importações no processo produtivo for expressivo, maiores serão os repasses de variações do câmbio para os preços. Além disso, quanto mais intensos e voláteis forem os fluxos comerciais e financeiros entre o país e o resto do mundo, mais suscetível estará o câmbio a sofrer oscilações, e conseqüentemente, maior será a variabilidade da taxa de inflação. Quanto às pressões sobre a taxa de inflação resultantes de alterações nos salários nominais  $(\dot{W})$ , essas serão maiores ou menores de acordo com a magnitude do impacto que tais alterações nos salários exerçam sobre os custos das firmas. Nesse sentido, dependendo da variação dos salários nominais, as firmas podem absorver o impacto caso não afete significativamente seus negócios e suas estratégias, implicando, nesse sentido, na alteração do seu *mark up* em alguma medida, ou, podem, incorrer em repasses para os preços no caso de terem, generalizadamente, suas estratégias e seus objetivos afetados. Além disso, é tradicionalmente reconhecido que, quando o hiato do emprego é reduzido (elevado) fica mais fácil (difícil) para os trabalhadores obterem aumentos (reduções) salariais, que se traduzem em maior facilidade para as firmas repassarem esse aumento em seus custos para os preços (ou, se traduzem na possibilidade das firmas repassarem essas reduções nos custos para os preços). Deve ser observado, entretanto, que um aumento de salário não se reverterá em um aumento da inflação caso seja acompanhado por um aumento da produtividade do trabalho. A produtividade do trabalho, por sua vez, influencia no comportamento da taxa de inflação por meio dos custos. Dado que o custo marginal do trabalho e o custo médio do trabalho têm seus comportamentos explicados pelo produto marginal do trabalho e pelo produto médio do trabalho de forma inversa, respectivamente.

<sup>57</sup> O produto crítico é uma situação em que o nível do produto que se observa na economia é resultado de uma elevada utilização da capacidade instalada, ou seja, um nível de produto que se encontra muito próximo ao produto de pleno emprego. Uma economia operando no nível do produto crítico, ou além desse, pode vir a observar um aumento generalizado dos preços, caso a demanda da economia esteja se elevando.

do que o produto crítico, então, uma elevação do produto demandado não irá se traduzir em elevação da inflação. Porém, se a economia estiver em uma situação em que o produto observado se encontra em um nível entre o produto crítico e o produto de pleno emprego, então, uma elevação da demanda, embora estimule o produto, poderá se reverter, também, em uma elevação da inflação. Há, além desses casos, a situação em que o produto observado equivale ao produto de pleno emprego, isto é, existe plena utilização da capacidade instalada, dessa forma, caso a demanda agregada aumente a inflação também irá se elevar. Assim,

$$\text{Se } \begin{cases} y < y^c, & \text{então, } \alpha_1 = 0 \leftrightarrow \Delta y^d > 0 \text{ e, } \alpha_1 > 0 \leftrightarrow \Delta y^d < 0 \\ y^c < y < y^p, & \text{então, } \alpha_1 = i, \text{ em que } i \in \mathfrak{R}_+ \\ y \geq y^p, & \text{então, } \alpha_1 = i + j, \text{ em que } j \in \mathfrak{R}_+^* \end{cases}$$

O primeiro caso indica que, em uma situação na qual o produto da economia é menor do que o produto crítico, quando verificada uma variação positiva do produto demandado, essa não irá se reverter em um aumento da inflação, contudo, uma variação negativa do produto demandado irá resultar em uma redução da inflação. Esse comportamento pode ser explicado pelo fato das firmas estarem preocupadas em conquistar maiores fatias de mercado, dessa forma, quando estimuladas a produzirem mais devido a um aumento da demanda e dado que operam com elevada capacidade ociosa, não repassarão as pressões de demanda para os preços por uma questão estratégica. Por outro lado, quando a demanda da economia se reduz e a produção já se encontra realizada, uma maneira das firmas reduzirem

seus estoques, não deixando que se acumulem, é por meio da redução dos preços, o que se reverte em uma diminuição da inflação.

O segundo caso pode ser entendido como uma situação em que pressões de demanda podem ou não se reverterem em aumentos da inflação. As firmas nesse caso, quando observam aumentos da demanda, podem optar por não aumentarem os preços, tanto por uma questão estratégica quanto por acreditarem que os *policymakers* irão atuar por meio de políticas de retração da demanda. No entanto, podem promover aumentos dos preços – de acordo com o seu poder de mercado – se esses não atrapalharem seus objetivos de longo prazo e/ou se acreditarem que os *policymakers* não irão atuar de maneira austera quanto ao comportamento da inflação.

O terceiro caso representa uma situação em que o produto da economia equivale ao produto de pleno emprego. Sendo assim, enquanto o produto demandado estiver se elevando, as firmas de maneira generalizada, dado que se encontram operando no potencial de sua capacidade instalada, responderão por meio de elevações dos preços.

Quanto à reação da autoridade monetária com base em manipulações da taxa de juros mediante desvios dos resultados observados em relação aos seus respectivos objetivos (meta de inflação e meta de crescimento econômico), essa é representada pela seguinte equação,

$$(5.13) \quad \dot{r} = \ell_0(\pi - \pi^*) + \ell_1(y - y^T)$$

A equação (5.13) pode ser assim entendida: a autoridade monetária irá reagir promovendo variações na taxa de juros quando a taxa de inflação se desviar da meta de

inflação e/ou quando o nível do produto se desviar da meta para o nível do produto. No modelo aqui proposto, a autoridade monetária somente reage aos desvios da inflação em relação à meta, manipulando a taxa de juros, quando a inflação for de demanda. A proposta, portanto, é a autoridade monetária atuar manipulando a taxa de juros com intuito de controlar a inflação resultante de pressões exercidas pela demanda e/ou para fazer com que o produto observado convirja para a meta do produto. Nesse sentido, para o caso de uma inflação de custos, não sendo, portanto, a pressão inflacionária explicada pela demanda, então,  $\ell_0 = 0$ . Com isso, a autoridade monetária não irá promover manipulações na taxa de juros para controlar a inflação, sendo a equação de reação simplificada para,

$$(5.13') \quad \dot{r} = \ell_1 (y - y^T)$$

Diferenciando em relação ao tempo as equações (5.9), (5.10) e (5.11), são obtidas as respectivas equações,

$$(5.14) \quad \dot{y} = \dot{A} + v_0 \dot{y}_{+1}^e - v_1 \dot{r}$$

$$(5.15) \quad \dot{y}_{+1}^e = -\lambda \cdot \dot{\pi}$$

$$(5.16) \quad \dot{\pi} = \alpha_0 \dot{\pi}_{+1}^e + \alpha_1 \dot{y}^d + \dot{\tau}$$

Substituindo as equações (5.13) e (5.15) na equação (5.14), se obtém,

$$(5.17) \quad \dot{y} = \dot{A} - \nu_0 \lambda \cdot \dot{\pi} - \nu_1 [\ell_0(\pi - \pi^*) + \ell_1(y - y^T)]$$

Por outro lado, substituindo as equações (5.13') e (5.15) na equação (5.14), obtém-se a seguinte expressão,

$$(5.17') \quad \dot{y} = \dot{A} - \nu_0 \lambda \cdot \dot{\pi} - \nu_1 [\ell_1(y - y^T)]$$

Por meio da condição de equilíbrio,  $\dot{y} = \dot{\pi} = 0$ , admitindo  $\dot{A} = 0$  e resolvendo as equações (5.17) e (5.17') para  $y$ , são obtidas as equações (5.18) e (5.18') respectivamente,

$$(5.18) \quad y = -\frac{\ell_0}{\ell_1}(\pi - \pi^*) + y^T$$

$$(5.18') \quad y = y^T$$

Os resultados mostram que quando a autoridade monetária utiliza a taxa de juros para perseguir uma meta para o produto, consegue fazer convergir o produto observado para a sua meta, equação (5.18'). Contudo, quando busca controlar a inflação por meio de manipulações da taxa de juros quando, por exemplo a taxa de inflação se encontra acima da meta de inflação, o resultado obtido para o produto é inferior pois apresenta um produto se desviando (para baixo) da meta para o produto, como mostra a equação (5.18).

### **5.2.2 Expectativas de Inflação e o Papel da Meta de Inflação**

A utilização de uma meta para a inflação serve como um guia para formação das expectativas de inflação, que em última instância, induz a taxa de inflação observada a convergir para a meta.

Os agentes econômicos ao estabelecerem relações entre si tomam como base para suas decisões uma série de expectativas formadas para diferentes variáveis capazes de afetar os resultados de seus negócios. Uma das variáveis de grande importância para o processo de decisões dos agentes são as expectativas formadas para a inflação. Sua importância pode ser atribuída, por exemplo, à necessidade dos agentes estarem a todo instante buscando manter ou aumentar suas participações no processo de formação e distribuição do produto e da renda da economia conforme visto no capítulo dois. Assim, ao tomarem suas decisões relacionadas ao processo de formação de preços com base nas expectativas formadas para a inflação, os agentes buscam se utilizar das informações e do conhecimento que regem essas expectativas de modo a minimizarem eventuais perdas que possam vir a ocorrer em seus negócios e que inevitavelmente levariam a reduzir suas participações na renda da economia.

Se, de fato, os agentes tomam suas decisões sendo fortemente influenciados pelas expectativas podem acabar sancionando essas expectativas, tornando-as uma profecia auto-realizável. Nesse sentido, um entendimento acerca dos determinantes fundamentais das expectativas de inflação torna-se crucial para a forma de conduzir a política monetária. A

equação representativa do comportamento das expectativas formadas para a inflação é dada por<sup>58</sup>

$$(5.19) \quad \pi_{t+1}^e = \beta_1 \dot{\pi}_{t-1} + \beta_2 \pi_t^* - \beta_3 \dot{\phi}_{t-1} - \beta_4 \dot{r}_{t-1} + \beta_5 \dot{W}_t^e + \beta_6 \dot{\varepsilon}_t^e$$

Em que,  $(\dot{\pi}_{t-1})$  representa a influência exercida pelas variações da inflação observada no período  $t-1$ ,  $(\pi_t^*)$  é a meta de inflação para o período  $t$ ,  $(\dot{\phi}_{t-1})$  representa a influência das variações no superávit fiscal primário em  $t-1$ ,  $(\dot{r}_{t-1})$  sugere a influência da política monetária por meio de alterações da taxa de juros observadas no período  $t-1$ ,  $(\dot{W}_t^e)$  representa o impacto das expectativas formadas em  $t-1$  para as variações dos salários nominais que irão ocorrer em  $t$ , e,  $(\dot{\varepsilon}_t^e)$  representa o impacto das expectativas formadas em  $t-1$  para as variações na taxa de câmbio nominal no período  $t$ .<sup>59</sup>

A importância da equação (5.19) no modelo se deve basicamente a dois motivos: 1) as expectativas de inflação desempenham um papel fundamental para o regime de metas de inflação, pois, os *policymakers* buscam fazer convergir as expectativas de inflação para a meta de inflação, e; 2) a equação mostra que existem outras políticas, além da monetária, capazes de afetar as expectativas de inflação e, com isso, o comportamento da inflação.

Tradicionalmente, são reconhecidos os impactos (i) da inflação passada, (ii) da política monetária implementada no passado e (iii) dos resultados primários

<sup>58</sup> A equação (19) tem como referencial teórico o trabalho de Cerisola e Gelos (2005). A equação aqui sugerida combina tanto elementos *backward-looking* quanto elementos *forward-looking*, no entanto, enquanto na equação de Cerisola e Gelos existe uma predominância de elementos *backward-looking* explicando o comportamento das expectativas formadas para a inflação, a equação aqui apresentada possui uma maior quantidade de elementos *forward-looking*, baseados em expectativas.

<sup>59</sup> Embora a reputação da autoridade monetária seja capaz também de afetar os parâmetros ( $\beta$ 's), o trabalho não tem como preocupação enfatizar tal ponto, mas sim, o parâmetro da equação (5.10), como será visto mais detalhadamente na seção seguinte.

(déficit/superávit) do governo sobre as expectativas formadas para a inflação. Existe, portanto, o efeito exercido pela inflação passada sobre as expectativas de inflação, explicado pelas revisões que os agentes realizam em suas expectativas – adaptando-as – e conferindo, dessa maneira, um caráter inercial à dinâmica inflacionária, assim como, o efeito das políticas econômicas sobre as expectativas de inflação.<sup>60</sup>

Com relação à política fiscal (déficit e superávit do governo), o trabalho segue a idéia de Keynes quanto à preparação de dois orçamentos: um relacionado aos gastos correntes (que deve estar em equilíbrio) e outro relacionado aos gastos de capital. Como destacam de Mendonça e Montes (2007):

“government should prepare two fiscal budgets, one for ordinary activities of the public administration (which according to Keynes should always be on balance) and the other for government discretionary spending. The capital spending or the discretionary budget may be considered as the available fiscal lever whose capacity is to push the economy to a more prosperous situation through aggregate demand. This budget would cover investment activities that could be accelerated or decelerated according to the general conditions of the business in the economy. What really matters is how much is spent and not the deficit, a well-implemented leading action in this manner may have the power to influence private agents’ expectations concerning future business, thus reducing uncertainty. Capital spending is the result of investment projects that government creates and saves for future implementation when deemed necessary”.

Quanto às variações nas expectativas formadas para os salários nominais e para a taxa de câmbio, essas, por sua vez, refletem as expectativas formadas para possíveis variações nos custos das firmas. Se as firmas acreditam, com base em suas expectativas, que serão afetadas por modificações em seus custos, antes que sofram possíveis perdas, acabam se antecipando por meio de alterações nos seus preços na tentativa de manterem suas

---

<sup>60</sup> As políticas econômicas afetam a economia não somente por meio de alterações na demanda agregada, mas também, por meio das expectativas formadas para a inflação.

participações na renda da economia, evitando redistribuições indesejáveis e, assim, sancionando o processo inflacionário.

A equação capta também a influência da meta de inflação sobre as expectativas de inflação, isto é, quanto mais crível for a obtenção da meta e, também, as políticas monetárias utilizadas, assim como, quanto mais bem definida e mais forte for a reputação da autoridade monetária, maior será a influência da meta de inflação sobre as expectativas de inflação formadas pelos agentes. Nesse sentido, mais próximo de um estará o parâmetro explicativo dessa variável (ou seja,  $\beta_2 \rightarrow 1$ ), indicando que a meta estabelecida para a inflação está cumprindo com um de seus objetivos: servir como âncora para as expectativas de inflação, ou seja, fazer as expectativas de inflação e, por conseguinte, a inflação observada convergirem para a meta.

No entanto, a convergência das expectativas de inflação, e conseqüentemente, da inflação observada para a meta de inflação dependem, em certo grau, da leitura que os agentes façam acerca da influência das políticas econômicas sobre o comportamento dos preços na economia. Pela equação (5.19) é mostrado que tanto a política fiscal (pelo superávit primário) quanto a política monetária (pela taxa de juros) exercem influência sobre as expectativas de inflação. A convergência da inflação e das expectativas para a meta será uma função tanto do comprometimento do *policymaker* com os seus objetivos e das políticas que implementa para atingi-los, quanto da crença do público acerca desse comprometimento (medido por meio de sua reputação) e da credibilidade das políticas que põe em prática. Embora a manipulação da taxa de juros leve a resultados antagônicos entre objetivos – pois, por mais que o aumento da taxa de juros, por exemplo, auxilie no processo de redução da inflação, por outro lado, traz resultados adversos para o produto – não

necessariamente os objetivos estabelecem um *trade-off* entre si, como busca mostrar a curva de Phillips. O modelo mostra que o processo inflacionário não sanciona o crescimento econômico e a redução do desemprego. Entretanto, o crescimento econômico, de acordo com a evolução do produto demandado, pode vir a ser capaz de pressionar a inflação, desde que sejam verificadas as situações acerca do grau de utilização da capacidade instalada. Sendo assim, a manipulação da taxa de juros como forma de controlar a inflação deve ser entendida com um recurso para o caso específico de inflação de demanda e, ainda assim, sendo implementada de maneira parcimoniosa e coordenada com a política fiscal.

A autoridade monetária deve buscar estabelecer, portanto, a reputação de estar atuando tanto na busca da estabilização da inflação, quanto na busca de uma meta para o produto, ou seja, de ser tanto guardião da moeda quanto indutora do crescimento econômico. Os agentes devem ser levados a crer, por meio da reputação estabelecida pela autoridade monetária, que na medida em que a inflação der sinais de estar se desviando da meta, quando diagnosticada por pressões de demanda, a autoridade monetária irá atuar de maneira tradicional manipulando a taxa de juros. Essa crença faria os agentes econômicos reverem suas expectativas e, assim, levaria a inflação a convergir novamente para a meta.

Por outro lado, os agentes econômicos devem ser levados a crer, também, que ao ser verificado um ambiente estável de preços com inflação baixa, a autoridade monetária irá atuar de modo a induzir a aplicação de recursos em ativos produtivos, estimulando os investimentos e, assim, o crescimento econômico. Sendo assim, a autoridade monetária que apresenta a reputação (consolidada) de ser uma instituição preocupada com a inflação, mas, também, com os resultados observados na esfera real, ao atuar por meio da implementação de políticas críveis e de forma transparente, irá fazer com que o conhecimento dos

indivíduos a respeito do funcionamento da economia e da forma de atuação da autoridade monetária, decidindo sob incerteza não probabilística, se amplie.

Com maiores e melhores informações e um conhecimento mais amplo quanto ao funcionamento da economia e de como a autoridade monetária se comporta, a percepção à incerteza se reduz, aumentando a confiança nas expectativas formadas acerca de acontecimentos futuros e, conseqüentemente, gerando um “estado de expectativas” otimista. Tal otimismo se reflete na escolha por um portfólio de ativos voltado para obtenção de ganhos de longo prazo, ou seja, estimulando a escolha por ativos reais (investimentos), reduzindo a preferência pela liquidez e, assim, estimulando o produto e a renda da economia.

Quanto aos desvios da inflação em relação à meta, explicados por pressões de custos, não devem ser resolvidos utilizando políticas que atuam sobre a demanda agregada – como a política monetária via taxa de juros – mas sim, atacando o foco da questão – que são os custos. Políticas de rendas assim como políticas comerciais e intervenções no mercado de câmbio por parte da autoridade monetária podem surtir efeito sobre os custos e serem eficazes em controlar a inflação, trazendo ao mesmo tempo resultados menos indesejados em termos de produto, emprego e renda.<sup>61</sup>

### **5.3 Reputação, Política Monetária e Desempenho Econômico**

A presente seção elabora uma análise compatível com a que foi realizada no capítulo anterior, entretanto, à luz do modelo desenvolvido no presente capítulo. A análise se

---

<sup>61</sup> Para maiores detalhes acerca das possíveis políticas que possam ser adotadas para combater a inflação, ver Sicsú (2003).

diferencia da anterior ao incorporar nas equações do modelo o parâmetro que explica a influência da reputação sobre a economia.

Acerca da importância da reputação da autoridade monetária para o desempenho da economia, o parâmetro ( $\lambda$ ) da equação (5.10) capta a influência dessa reputação sobre as expectativas formadas para o produto do período seguinte ( $y_{+1}^e$ ) quando são verificadas alterações na taxa de inflação ( $\pi$ ). Espera-se, por exemplo, que quanto maior for a importância atribuída aos resultados observados para o produto, pela autoridade monetária – possuindo, portanto, a reputação de ser uma instituição preocupada em afetar o lado real da economia, buscando, assim, melhorar o desempenho em termos de produto e renda – menor será a influência da inflação sobre as expectativas formadas para o produto do período seguinte, indicando, nesse sentido, um parâmetro ( $\lambda$ ) com um baixo valor. Logo, ao se verificar uma alteração na taxa de inflação, essa não trará como consequência um impacto adverso tão forte sobre o produto da economia quanto aquele que seria observado, caso a autoridade monetária possuísse a reputação de ser uma instituição preocupada única e exclusivamente com a inflação, pois o “estado de expectativas” dos agentes econômicos seria menos pessimista em termos de comportamento futuro do produto.

Chamando de reputação do tipo I a autoridade monetária que atua conforme a hipótese de não-neutralidade da moeda – sendo a política monetária capaz de afetar tanto o lado nominal quanto o lado real da economia – e, reputação do tipo II a autoridade monetária que atua conforme a hipótese de neutralidade da moeda – sendo a política monetária implementada com o intuito de atuar sobre as variáveis nominais conforme uma regra de manipulação da taxa de juros para controlar somente a inflação, não importando a origem do processo inflacionário – então, pelo modelo, as alterações no produto em

decorrência de oscilações na taxa de inflação e da reação da autoridade monetária podem ser comparadas e analisadas.

Tais alterações no produto serão analisadas com base na seguinte hipótese acerca da influência da reputação da autoridade monetária sobre o desempenho da economia (como feito no capítulo quatro): as variações nas expectativas formadas para o produto, explicadas por variações na inflação, são maiores quando a reputação da autoridade monetária for do tipo II, e, as variações nas expectativas formadas para o produto, explicadas por variações na inflação, serão menores quando a reputação da autoridade monetária for do tipo I, o que equivale à  $\tilde{\lambda}_{tipoII} > \tilde{\lambda}_{tipoI}$ .

As equações (5.20), (5.21) e (5.22) são obtidas das equações (5.14) e (5.15). A equação (5.20) representa o caso em que a autoridade monetária não utiliza a taxa de juros para controlar a inflação de custos (assim,  $\dot{r} = 0$ ) e possui uma reputação do tipo I; a equação (5.21) representa o caso em que a autoridade monetária utiliza a taxa de juros para controlar a inflação, seja ela qual for, e, portanto, possui uma reputação do tipo II, e; a equação (5.22) representa o caso de uma autoridade monetária com reputação do tipo I que utiliza a taxa de juros para controlar a inflação de demanda.

$$(5.20) \quad \dot{y} = \dot{A} - v_0 \tilde{\lambda}_{tipoI} \cdot \dot{\pi}$$

$$(5.21) \quad \dot{y} = \dot{A} - v_0 \tilde{\lambda}_{tipoII} \cdot \dot{\pi} - v_1 \cdot \dot{r}$$

$$(5.22) \quad \dot{y} = \dot{A} - v_0 \tilde{\lambda}_{tipoI} \cdot \dot{\pi} - v_1 \cdot \dot{r}$$

Para o caso de uma taxa de inflação se elevando e acelerando, os resultados, em termos de variação no produto, mostram que é melhor a autoridade monetária possuir uma reputação do tipo I do que uma reputação do tipo II. Pelo fato de  $\lambda_{tipoII} > \lambda_{tipoI}$ , então, mesmo se a autoridade monetária não buscasse controlar o aumento na variação da taxa de inflação pela manipulação da taxa de juros, o resultado, em termos de variação do produto, seria pior, para o caso de uma autoridade monetária com reputação do tipo II, pois, geraria um estado de expectativas pessimistas em relação ao comportamento do produto no futuro, devido, justamente, à reputação ostentada pela autoridade monetária.

Nesse sentido, o resultado apresentado pela equação (5.21) é pior do que os resultados apresentados pelas equações (5.20) e (5.22) por dois motivos: 1) a aceleração da inflação trará uma redução maior em  $\dot{y}$ , devido à reputação da autoridade monetária, ou seja,  $\lambda_{tipoII} > \lambda_{tipoI}$ , e; 2) pelo fato da autoridade monetária reagir aumentando a taxa de juros, isso faz com que  $\dot{y}$  se reduza mais ainda.

Para o caso de uma inflação de custos, o melhor que a autoridade monetária faz (em termos de resultados para o produto) é possuir uma reputação do tipo I e não combater a inflação pela elevação da taxa de juros, conforme a equação (5.20). Deve ser lembrado, que uma taxa de juros mais elevada implica um custo financeiro maior, o que dá margem às firmas repassarem esses custos para os preços. Caso a autoridade monetária possua uma reputação do tipo I, porém atue combatendo a inflação de custos aumentando a taxa de juros – conforme a equação (5.22) – com o tempo, e se assim for de maneira recorrente, isso enfraquecerá sua reputação do tipo I, levando a construção de uma reputação do tipo II, e assim, a possível situação de “armadilha de credibilidade”.

No caso de uma inflação de demanda, não há restrição para o uso da taxa de juros como forma de reduzir a taxa de inflação, desde que seja feita de maneira comedida e coordenada com as demais políticas econômicas, e implementada por uma autoridade monetária com reputação do tipo I.

Em um mundo onde decisões são tomadas com base em expectativas sobre um futuro incerto, instituições são criadas para dar confiança às expectativas e com isso viabilizar as operações econômicas. Dentre as instituições e os instrumentos de intervenções mais importantes numa economia monetária de produção encontram-se a autoridade monetária e suas políticas. Exatamente pela sua capacidade de influir em resultados reais na economia, a sua gestão é determinante para a estabilidade do “estado de expectativas”. Nesse sentido, a reputação que a autoridade monetária constrói se caracteriza como um elemento determinante para o processo de tomada de decisões dos agentes que operam em uma economia. Ao estabelecer certa reputação, a autoridade monetária induz os agentes econômicos a tomarem decisões conforme as expectativas que formam acerca de sua reação. Sua reputação, portanto, é fundamental para o conhecimento dos agentes acerca do modo como a autoridade monetária enxerga o funcionamento da economia e do modo como reage aos distúrbios que nela ocorrem.

Com base no modelo apresentado, a autoridade monetária deve, em primeiro lugar, reconhecer que suas políticas são capazes de afetar tanto a esfera nominal quanto a esfera real da economia<sup>62</sup> e, nesse sentido, assumir uma postura compatível com a sua capacidade de promover a estabilização tanto dos preços quanto do produto, atuando por meio de

---

<sup>62</sup> A política monetária traz impactos sobre o mercado de ativos por meio de mudanças na taxa de juros e, por conseguinte, nos preços dos ativos financeiros, o que induz modificações na escolha do portfólio desejado de ativos. Dado que a posse de ativos (reais ou financeiros) é um veículo para a acumulação de riqueza, então, no que a política monetária é implementada, as decisões de investimento são afetadas, trazendo consequências para os resultados reais no longo prazo. Para maiores detalhes acerca da influência da política monetária sobre o lado real tanto no curto quanto no longo prazo ver Carvalho (2005) e Carvalho [et al.] (2000).

políticas coordenadas com as demais políticas econômicas. Deve, assim, criar a reputação de ser uma instituição não somente preocupada em controlar a inflação, mas, a reputação de ser uma instituição que atua de acordo com as necessidades levantadas pela sociedade, quer sejam associadas com o lado real ou o lado nominal da economia. A “política monetária é uma política de governo, a ser decidida juntamente com as outras políticas de governo. O Banco Central não é um poder à parte, nem é capaz de isolar sua área de influência das outras áreas da economia” (Carvalho 2005, p.335).

### **Considerações Finais**

Embora o *mainstream* econômico reconheça a existência de outras pressões inflacionárias que não somente a de demanda, seus modelos de funcionamento da economia e conseqüente reação da autoridade monetária encontram-se fundamentados na relação expressa pela curva de Phillips. Independente de os modelos estarem adotando a versão aceleracionista – com expectativas adaptativas – ou a versão novo-clássica/novo-keynesiana – com expectativas racionais – partem do princípio que toda inflação é explicada por pressões de demanda e que no longo prazo o produto encontrar-se-á em sua taxa natural – compatível com a NAIRU. Nesse sentido, com base na hipótese de neutralidade da moeda no longo prazo, sugerem que a autoridade monetária deve voltar seus esforços para o alcance de um único objetivo: a manutenção da taxa de inflação em um patamar baixo e estável, não devendo, portanto, voltar suas políticas para a obtenção de resultados reais.

Contudo, a adoção de uma regra de reação da autoridade monetária, por meio de manipulações da taxa de juros, sob o regime de metas de inflação – sustentada pela hipótese de neutralidade da moeda e pelo resultado de equilíbrio compatível com a NAIRU – não garante elevado crescimento econômico (a exemplo dos resultados adversos que se observam para a economia brasileira). A reputação sendo criada pela autoridade monetária, compatível com as idéias sustentadas pelo “Novo-consenso”, vem se traduzindo em um estrangulamento cada vez mais acentuado das taxas de crescimento da economia brasileira, além de estar gradativamente reduzindo o produto potencial, por meio das baixas taxas de investimento verificadas.

Não importa qual seja o motivo que levou a inflação a se elevar (se pressões de demanda, de custos ou pelas expectativas formadas para a inflação), o modelo proposto na seção 5.3 mostra que quando a autoridade monetária possui a reputação de ter como principal e único objetivo o controle da inflação, ao manipular seu principal instrumento – a taxa de juros – com intuito de estabilizar a inflação, os custos da desinflação, em termos de resultados observados para o produto, serão maiores.

Os resultados obtidos baseados nos desdobramentos do modelo apresentados na seção 5.2 e 5.3 são amplamente compatíveis com a noção de que a política monetária (pelo canal das expectativas, por meio do “estado de expectativas” dos agentes) seja capaz de afetar tanto variáveis nominais quanto variáveis reais, ou seja, são compatíveis com a hipótese de não-neutralidade da moeda. Nesse sentido, como aponta Carvalho (2005, p. 334-5):

“A política monetária, como as outras políticas de administração de demanda agregada, afeta tanto os níveis de preços quanto o nível de atividade e a taxa de crescimento da economia (ao afetar a decisão de investir). Pelas razões apresentadas, é provável que a política monetária seja mais importante para influenciar o crescimento da economia que a política fiscal. Por isso, uma primeira conclusão

importante é a de que a política monetária é uma política de governo, a ser decidida juntamente com as outras políticas de governo”.

Pelo modelo proposto, o capítulo mostrou, de forma inovadora, que o crescimento econômico não é estimulado pela inflação, e que a autoridade monetária ao sustentar uma reputação baseada no princípio da neutralidade da moeda, implementando sua política monetária com base em uma regra de elevações da taxa de juros para conter as pressões inflacionárias somente estrangula o crescimento econômico. O uso da taxa de juros, como forma de combater o processo inflacionário, deve ser parcimonioso e estar de acordo com o diagnóstico preciso de inflação. Segundo Mollo (2004, p. 340): “a autoridade monetária não pode intervir na dinâmica monetária a partir de regras, mesmo que flexíveis, porque as regras tornam-se logo inadequadas com as mudanças estruturais provocadas pelas impulsões monetárias. É preciso então um comportamento de sintonia fina que lhes permita perceber a cada momento as necessidades que vão se desenhando na economia, de forma a conduzir a política monetária adequadamente”.

O capítulo mostrou, também, que a reputação da autoridade monetária representa um importante e decisivo elemento explicativo dos resultados obtidos na economia quando políticas monetárias são implementadas, dado que leva os agentes a formarem expectativas acerca da reação que a autoridade monetária irá tomar quando se depara com situações inesperadas e indesejadas na economia.

## *CONCLUSÃO*

A tese teve como principal objetivo desenvolver uma abordagem não convencional acerca da eficácia da política monetária em afetar tanto os resultados nominais quanto os reais que se observam na economia, ressaltando a influência exercida pela postura da autoridade monetária sobre o estado de expectativas dos agentes econômicos e, assim, sobre suas decisões de curto e de longo prazo. Para isso, foram enfatizados os papéis que desempenham a reputação da autoridade monetária e a transparência com que conduz a política monetária quando são adotadas metas para a inflação.

Embora a tese tenha abordado a influência do trinômio (reputação, credibilidade e transparência da autoridade monetária e suas políticas) sobre uma economia operando sob o regime de metas de inflação, conferiu um maior destaque ao papel e importância da reputação, como justificado no primeiro capítulo. Como visto, a reputação da autoridade monetária pode ser entendida como a percepção que o público possui a respeito das preferências dessa instituição e da maneira como irá atuar. Essa percepção foi construída fundamentalmente com base em seus anúncios e suas ações e pode se consolidar (fortalecer) ou enfraquecer com o tempo, de acordo com as ações que vão sendo tomadas. Ora, por se tratar de uma percepção do público, acaba influenciando suas decisões por meio das expectativas que formam a respeito da forma com que a autoridade monetária irá atuar na economia.

Ao abordar a influência da reputação da autoridade monetária sobre as expectativas e confiança dos agentes econômicos e, assim, sobre o desempenho da economia, a tese, à luz do debate *regras versus discricção* e do debate neutralidade versus não neutralidade da

moeda, de forma inédita, realizou a análise de dois aspectos distintos acerca da reputação: 1) um com respeito a sua força, ou seja, se a reputação é fraca ou consolidada (forte), e; 2) outro com respeito ao seu tipo, ou seja, se a autoridade monetária possui a reputação de ser uma instituição que se preocupa somente com a questão da inflação, ou se possui a reputação de ser uma instituição que se preocupa não somente com a inflação, mas, também, com o lado real da economia.

Acerca do trinômio, a tese fez distinção entre trinômio do tipo I – para dizer que a autoridade monetária possui uma reputação consolidada, atua de maneira transparente e suas políticas possuem elevada credibilidade – e trinômio do tipo II – para dizer que a autoridade monetária possui uma reputação fraca, atua de maneira opaca e suas políticas possuem pouca credibilidade. Nesse tipo de abordagem (trinômio do tipo I ou II), acerca da reputação somente se analisou sua força, ou seja, se é consolidada ou fraca. A tese também fez distinção a respeito do tipo de reputação da autoridade monetária: *Reputação do tipo I* – quando a autoridade monetária atua conforme a hipótese de não-neutralidade da moeda, isto é, preocupada com a inflação e com os resultados que se observam em termos de crescimento, emprego e estabilidade do sistema monetário-financeiro – e *Reputação do tipo II* – quando a autoridade monetária atua baseada na hipótese de neutralidade da moeda, se preocupando única e exclusivamente com a questão da estabilidade da inflação.

A seguir é apresentado um sumário que sintetiza os objetivos, os desenvolvimentos e as principais conclusões apresentados por cada capítulo que compôs essa tese.

O primeiro capítulo tratou fundamentalmente de apresentar a importância do trinômio (reputação, credibilidade, transparência) para o processo de tomada de decisões dos agentes econômicos sob condições de incerteza. Foi visto, por meio do esquema desenvolvido – inspirado no trabalho de Dequech (1999a) – que o trinômio afeta o conhecimento dos

agentes e, assim, sua percepção à incerteza, suas expectativas e seu estado de confiança, implicando na possibilidade da política monetária alterar a performance macroeconômica, pois, exerce influência sobre as decisões de produção, de formação de preços e de investimento (estando essa última relacionada com o grau de preferência pela liquidez). O capítulo indicou que a percepção do público a respeito da forma como a autoridade monetária conduz a política monetária e da forma com que essa política se encontra articulada com as demais políticas do governo é determinante para a formação do estado de expectativas. Quando esse estado de expectativas tende a ser positivo (negativo) então se verifica uma redução (aumento) na preferência pela liquidez e, assim, um aumento (redução) dos níveis de investimento que se observam na economia.

O segundo capítulo analisou como a autoridade monetária, por meio de suas políticas, deve e não deve atuar, com intuito de manter a estabilidade da inflação e estimular o crescimento econômico. A questão que se buscou investigar foi se a adoção de uma meta para a inflação induz aos resultados indesejados que se observam em termos de crescimento econômico ou seria a regra que orienta a condução da política monetária (como a de Taylor) limitada, e, portanto, responsável pela economia estar apresentando um constante estado de semi-depressão. Concluiu-se que, embora a política monetária seja eficiente em controlar a inflação por meio de manipulações da taxa básica de juros, isto é, se utilizando de uma regra, ao se reduzir a forma de combate à inflação a um único instrumento, atinge-se outros aspectos da vida econômica capazes de comprometer o potencial de crescimento da economia a longo prazo. A regra, além de não levar em consideração as diversas causas responsáveis pelo processo inflacionário, desconsidera a relação existente entre formação de preços, geração de fundos, preferência pela liquidez e

investimentos, penalizando, assim, aquelas firmas que estejam atuando de maneira compatível com a estabilidade de preços.

Devido à política monetária ser capaz de afetar a preferência pela liquidez dos agentes, que a adoção de uma regra rígida representa um caso de subutilização da política monetária, não sendo, portanto, eficaz em cumprir com as suas atribuições básicas, pois, se por um lado é eficiente em conter a inflação, por outro, não possibilita a criação de um ambiente propício para a retomada do crescimento econômico.

Com intuito de aumentar a eficácia da política monetária, que a reputação da autoridade monetária, assim como, sua transparência se destacam como elementos importantes para a criação do ambiente propício aos investimentos. Como os bancos desempenham um papel de destaque no processo de financiamento dos investimentos e, assim, sobre o desempenho macroeconômico, pois são capazes de aumentar ou restringir o crédito, o capítulo três abordou a influência dos elementos, reputação e transparência, sobre o estado de expectativas da firma bancária e, nesse sentido, sobre a sua dinâmica comportamental.

Pelo fato da política monetária não agir diretamente sobre os seus objetivos, mas sim por meio das respostas dos agentes que operam na economia aos sinais emitidos e políticas implementadas pela autoridade monetária, que o terceiro capítulo destacou as expectativas como um importante canal de transmissão da política monetária, e a reputação e a transparência da autoridade monetária como sendo fundamentais para os resultados que se observam na economia. Tais elementos, em última instância, são capazes de influenciar a preferência pela liquidez dos bancos e assim a disponibilidade de crédito na economia, ao afetarem o “estado de expectativas” dessas instituições.

Os bancos, ao contraírem ou expandirem o crédito são capazes de desestimular ou estimular os investimentos e, conseqüentemente, o emprego e o produto. Em um contexto no qual a preferência pela liquidez dos bancos resulta tanto das incertezas que vigoram na economia, quanto da busca por resultados mais lucrativos, que a autoridade monetária deve atuar, evitando a recessão, quando a economia inicia uma fase de contração – potencializada pela preferência pela liquidez – e, nas fases de expansão não deixando com que pressões de demanda sejam repassadas para os preços e que o sistema financeiro não se torne eminentemente frágil e instável.

A tese tratou de abordar em todos os capítulos a influência da reputação da autoridade monetária e da transparência com que implementa suas políticas, sobre o desempenho macroeconômico, à luz de uma economia que adota metas para a inflação, trazendo à tona, constantemente, o debate *regras versus discricão*.

Os modelos apresentados nos capítulos quatro e cinco trataram de analisar a eficácia da política monetária em tanto manter a estabilidade dos preços quanto estimular o crescimento econômico – por meio da criação de um ambiente propício para os investimentos. Esses capítulos demonstraram que o crescimento econômico não é estimulado pela inflação, e que a autoridade monetária, ao sustentar uma reputação baseada no princípio da neutralidade da moeda, conduzindo a política monetária com base em uma regra de elevações da taxa de juros para conter as pressões inflacionárias, somente estrangula o crescimento econômico. Assim, a tese conclui que a autoridade monetária deve reconhecer que suas políticas são capazes de afetar tanto os resultados observados em termos de inflação quanto aqueles relacionados ao nível de produção e emprego que são observados. Logo, deve assumir uma postura compatível com a sua capacidade de

promover a estabilização tanto dos preços quanto do produto, atuando por meio de políticas coordenadas com as demais políticas econômicas. Portanto, deve criar a reputação de ser uma instituição não somente preocupada em controlar a inflação, mas, a reputação de ser, acima de tudo, uma instituição que atua de forma compatível com as reais necessidades levantadas pela sociedade.

## Bibliografia

- ALLSOPP, C.; VINES, D. "The assessment: macroeconomic policy". *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 14, no. 4, 2000.
- ANGERIZ, A., ARESTIS, P. "Has inflation targeting had any impact on inflation?". *Journal of Post Keynesian Economics*, summer 2006, Vol. 28, No. 4: 559, 2006.
- ARESTIS, P. "Inflation Targeting: A Critical Appraisal." Working Paper No. 388. *The Levy Economic Institute*. N. Y. September 2003. <http://www.levy.org/>.
- ARESTIS, P., MILBERG, W. "Degree of monopoly, pricing, and flexible exchange rates". *Journal of Post Keynesian Economics*, winter 1993-94, Vol. 16, No. 2: 167, 1993.
- BALL, L. "The genesis of inflation and the costs of disinflation". *Journal of Money, Credit and Banking*, 23, August, part 2, 1991.
- BARRO, R. J. "Rational expectations and the role of monetary policy". *Journal of Monetary Economics*, 2, January, 1976.
- \_\_\_\_\_. "Unanticipated money growth and unemployment in the United States". *American Economic Review*, 67, March, 1977.
- BARRO, R. J.; GORDON, D. B. "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model". *Journal of Political Economy*, vol. 91, no. 41, 1983a.
- \_\_\_\_\_. "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy". *Journal of Monetary Economics*, 12(1), pp. 101-22, 1983b.

- BERK, J. M. “*Monetary transmission: what do we know and how can we use it?*”. *BNL Quarterly Review*, no. 205, June, 1998.
- BERNANKE, B. S.; LAUBACH, T.; MISHKIN, F. S.; POSEN, A. "Inflation Targeting: Lessons from the international Experience." Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1999.
- BLINDER, A. S. “*The strategy of monetary policy*”. *The Region*. September, 1995.  
<http://www.minneapolisfed.org/pubs/region/95-09/reg959a.cfm>
- \_\_\_\_\_. “*Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?*”  
NBER Working Paper Series, Working Paper No. 7161, Cambridge, June/1999.
- \_\_\_\_\_. “*Central Banking in Theory and Practice*”. MIT Press. 1999a.
- \_\_\_\_\_. “*Central Banking in Theory and Practice*”, MIT Press, Cambridge, Mass. 2000.
- \_\_\_\_\_. “*Transparency in Central Banking*”, Economic Letter, CSFB Garantia, June, 2001.
- CARVALHO, F. C. (et al.) “*Economia monetária e financeira; teoria e prática*”. Rio de Janeiro, Ed. Campus, 2000.
- CARVALHO, F. C. “*Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil*”. *Revista de Economia Política*, vol. 25, no. 4; outubro-dezembro, 2005.
- CERISOLA, M., GELOS, R. G. “*What drives inflation expectations in Brazil? An empirical analysis*”. *IMF Working Paper*, WP/05/109, International Monetary Fund, 2005.

- CHICK, V. “*Macroeconomia após Keynes*”. Forense Universitária, 1983.
- CUKIERMAN, A. “*Central Bank Strategy, Credibility, and Independence – Theory and Evidence*”, The MIT Press, 1994.
- DAVIDSON, P. “*Keynes’s finance motive*”. *Oxford Economic Papers*, vol. 17, no. 1, 1965.
- \_\_\_\_\_. “*Money and the real world*”. New York: Macmillan, 1972.
- DEQUECH, D. “*Expectations and Confidence Under Uncertainty*”. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 21, No 3, Spring 1999a.
- \_\_\_\_\_. “*Uncertainty, Conventions and Short-term Expectations*. *Brazilian Journal of Political Economy*, Vol. 19, No. 3 (75), July-September 1999b.
- DOW, S. C. “*Knowledge, Information and Credit Creation*”. In: *New Keynesian Economics/Post Keynesian alternatives*. Routledge, 1998.
- DOWLING, G. R. “*Managing Your Corporate Image*”. *Industrial Marketing Management*, 15, p. 109-115, 1986.
- \_\_\_\_\_. “*Developing Your Company Image into a Corporate Asset*”. *Long Range Planning*, v. 6, n. 2, p. 101-109, 1993.
- DRAZEN, A. “*Political Economy in Macroeconomics*”. Princeton University Press, 2000.
- EICHNER, A. S. “*A theory of determination of the mark-up under oligopoly*”. *The Economic Journal*, London, MacMillan Journals, dezembro, 83 (332): 1184-1200, 1973.

\_\_\_\_\_. *“The Megacorp and Oligopoly – micro foundations of macro dynamics”*. Cambridge, Cambridge University Press, 1976.

\_\_\_\_\_. *“A post-Keynesian short-period model”*. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.1, No. 4, Summer 1979.

\_\_\_\_\_. *“Toward a New Economics: essays in post-keynesian and institutionalist theory”*. New York, M. E. Sharpe, 1985.

ESTRELLA, A. *“Financial innovation and the monetary transmission mechanism”*. *Focus on Austria*, Oesterreichische Nationalbank, 2001. Artigo acessado em 05 de abril de 2007, em [www.newyorkfed.org/research/economists/estrella/estrellapaper.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/economists/estrella/estrellapaper.pdf)

FAZZARI, S.; FERRI, P.; GREENBERG, E. *“Cash Flow, Investment, and Keynes-Minsky Cycles”*. *Working Paper*, September 2003.

FAZZARI, S.; VARIATO, A. M. *“Asymmetric information and Keynesian theories of investment”*. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 16, No. 3, Spring 1994.

FEIJÓ, C. A. *“Growth and inflation in the Brazilian industrial sector in the 1970s: a Post Keynesian model”*. *Journal of Post Keynesian Economics*, spring 1997, Vol. 19, No. 3, 1997.

FELLNER, W. J. *“Towards a Reconstruction of Macroeconomics: Problems of Theory and Policy”*. American Enterprise Institute, 1976.

\_\_\_\_\_. *“The Credibility Effect and Rational Expectations: Implications of the Gramlich Study”*. *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1, 167-90, Washington 1979.

- FILHO, F. F.; CONCEIÇÃO, O. A. C. “*The concept of uncertainty in post keynesian theory and in institutional economics*”. *Journal of Economic Issues*, vol. XXXIX, no. 3, September, 2005.
- FORAY, D.; LUNDVALL, B. “*The knowledge-based economy: from the economics of knowledge to the learning economy*”. In: OECD, *Employment and growth in the knowledge economy*. Paris, OECD, 1996.
- FRENKEL, R. “*Decisiones de precio en alta inflación*”. In: *Estúdios Cedes*, Buenos Aires, 2(3), 1979.
- GERAATS, P. M. “*Why Adopt Transparency? The Publication of Central Bank Forecasts*”. Working Paper, University of California, Berkeley, July 2000.
- \_\_\_\_\_. “*Central Bank Transparency*”. *The Economic Journal*, 112, November 2002.
- \_\_\_\_\_. “*Transparency of Monetary Policy: Theory and Practice*”. University of Cambridge, December 2005.
- GOODFRIEND, M. “*Monetary policy in the new neoclassical synthesis: a primer*”. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, vol. 90/3, Summer 2004.
- GOODFRIEND, M.; KING, R. G. “*The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy*”. In Ben Bernanke and Julio Rotemberg, eds., *NBER Macroeconomics Annual 1997*. Cambridge, Ma: MIT Press.
- GREENSPAN, A. “*Opening remarks*”. In: *Symposium on achieving price stability. Proceedings of a conference held by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, August 1996. <http://www.kansascityfed.org/publicat/Sympos/1996/pdf/s96green.pdf>

HARCOURT, G. C., KENYON, P. (1976) “*Pricing and the Investment Decision*”. *Kyklos*, 3 (3): 33-50, 1976.

HERON, E. L. “*A new consensus on monetary policy?*” *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 4 (92), out./dez. 2003.

KALECKI, M. “*Teoria da Dinâmica Econômica: ensaios sobre as mudanças cíclicas e a longo prazo da economia capitalista*”. In: *Os Pensadores: Keynes/Kalecki*, Abril cultural, 1952.

KANDIR, A. “*A Dinâmica da Inflação*”. São Paulo: Nobel, 1989.

KENYON, P. “*Pricing*”. In: *A guide to post-keynesian theory*, A. S. Eichner, ed., White plains, N.Y.: M. E. Sharpe, 1979.

KEYNES, J.M. “*The General Theory of Employment, Interest and Money*”. Londres: Macmillan Press, 1936.

\_\_\_\_\_. “*The Collected Writings of J. M. Keynes*”. London: Macmillan, (vários volumes).

\_\_\_\_\_. “*A Treatise on Money, vol. 2: The Applied Theory of Money*”. London: Macmillan, The Collected Writings of J. M. Keynes, vol. 6, 1971.

\_\_\_\_\_. “*A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*”. São Paulo: Ed. Atlas, 1982.

KING, R. G. “*The new IS-LM model: language, logic, and limits*”. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, vol. 86/3, Summer 2000.

KOZICKI, S. "How useful are Taylor rules for monetary policy?". *Economic Review* (Federal Reserve Bank of Kansas City), second quarter, 1999.

KYDLAND, F. E., PRESCOTT, E. C. "Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans". *Journal of Political Economic*, vol. 85, n. 3, 1977.

KUTTNER, K. N.; MOSSER, P. C. "The monetary transmission mechanism: some answers and further questions". *FRBNY Economic Policy Review*, May, 2002.

LAVOIE, M. "A post keynesian amendment to the new consensus on monetary policy". *Metroeconomica*, vol. 57, no. 2, 2006

LEEPER, E. M.; SIMS, C. "Toward a modern macroeconomic model usable for policy analysis". NBER Working Paper, no. 4761, June 1994.

LEIDERMAN, L.; SVENSSON, L. "Inflation Targets". London, Center for Economic Policy Research-CEPR, 1995.

LUCAS, R. E. Jr. "Expectations and the Neutrality of Money" *Journal of Economics Theory*, vol. 4, April 1972a.

\_\_\_\_\_. "Econometric Testing of the Natural Rate Hypothesis". In Otto Eckstein, ed., *The Econometrics of Price Determination*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 1972b.

\_\_\_\_\_. "Econometric Policy Evaluation: A Critique". In Karl Brunner and Allan H. Meltzer, eds., *The Phillips Curve and Labor Markets*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 1, 1976.

\_\_\_\_\_. "Methods and Problems in Business Cycle Theory". *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 12, November 1980.

MARTINEAU, P. “*Sharper Focus for the Corporate Image*”. *Harvard Business Review*, V. 36, n. 6, p. 49-58, Nov./Dec. 1958.

MELTZER, T. C. “*Monetary, credit and other transmission mechanism processes: a monetarist perspective*”. *Journal of Economic Perspective*, 9, 1995.

\_\_\_\_\_. “*To Conclude: keep inflation low, and, in principle, eliminate it*”. *Federal Reserve Bank of St. Louis Quarterly Review*, November/December 1997.

de MENDONÇA, H.F. “*Mecanismos de Transmissão Monetária e a Determinação da Taxa de Juros: uma Aplicação da Regra de Taylor ao Caso Brasileiro*”. *Economia e Sociedade*, Campinas (16), jun. 2001.

\_\_\_\_\_. “*A Teoria da Credibilidade da Política Monetária: Desdobramentos do Debate Regras Versus Discrição*”. *Revista de Economia Política*, V. 22, N. 3 (87), julho-setembro, 46-64, 2002.

\_\_\_\_\_. “*Transparência, condução da política monetária e metas para a inflação*”. *Nova Economia*, Belo Horizonte, 16 (1), p. 175-198, jan./abril 2006.

de MENDONÇA, H. F., MONTES, G. C. “*Recovering Effectiveness of Monetary Policy under Deflationary Environment: Disassembling the Trap*”. *Mimeo*, UFF, 2007.

MINSKY, H. P. “*John Maynard Keynes*”. Nova York: Columbia University Press, 1975.

\_\_\_\_\_. “*Can ‘IT’ happen again? Essays on instability and finance*”. New York: M. E. Sharpe, 1982

\_\_\_\_\_. “*Stabilizing an unstable economy*”. New Haven: Yale University Press, 1986.

\_\_\_\_\_. *The Financial Instability Hypothesis*. Working Paper no. 74, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, May 1992.

\_\_\_\_\_. *“Induced Investment and Business Cycles”*. Edward Elgar Publishing Limited, 2004.

MISHKIN, F. S. *“Symposium on the monetary transmission mechanism”*. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, no. 4. Fall, 1995.

\_\_\_\_\_. *“Understanding financial crises: a developing country perspective”*. *Annual World Bank Conference on Development Economics*: 29-62, 1996.

\_\_\_\_\_. *“Can inflation targeting work in emerging market countries?”* NBER Working Papers Series, WP 10646. <http://www.nber.org/papers/w10646>, 2004.

MOLLO, M. L. R. *“Ortodoxia e Heterodoxia Monetárias: a Questão da Neutralidade da Moeda”*. *Revista de Economia Política*, vol. 24, no. 3 (95), julho-setembro 2004.

MONTEIRO, J. E. D. *“Regime de Metas de Inflação: Teoria e Prática”*. Tese de Doutorado, IE – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro 2006.

MONTES, G. C.; FEIJÓ, C. A. *“Reputação, Credibilidade e Transparência da Autoridade Monetária e o Estado de Expectativa”*. *Economia e Sociedade*, Campinas, 2007.

NELL, E. J. *“Demand, Pricing and Investment”*. In: *The Megacorp & Macrodynamics: Essays in Memory of Alfred Eichner*, ed. by William Milberg, M. E. Sharpe, 1992.

OREIRO, J. L. *“O Debate sobre os Determinantes da Taxa de Juros”*. In: *Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea*, organizadores: Luiz Fernando de Paula e João Sicsú, Editora Campus, 1999.

OREIRO, J. L. C., PASSOS, M. O. “A governança da política monetária brasileira: análise e proposta de mudança”. *Indicadores Econômicos*, FEE, Porto Alegre, v. 33, n. 1, p. 157-168, 2005.

PALACIO-VERA, A. “The modern View of Macroeconomics: some critical reflections”. *Cambridge Journal of Economics*, 29, September 20005.

de PAULA, L. F. R. “Teoria da firma bancária”. In: *Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Luiz Fernando de Paula e João Sicsú (organizadores), Rio de Janeiro, Ed. Campus 1999a.

\_\_\_\_\_. “Dinâmica da firma bancária: uma abordagem não-convencional”. *Revista Brasileira de Economia*, vol. 53, n. 3, Jul./Set, 1999b.

\_\_\_\_\_. “Riscos na atividade bancária em contexto de estabilidade de preços e de alta inflação”. *Revista Análise Econômica*, vol.18, no. 33, 2000.

de PAULA, L. F. R.; ALVES Jr., A. J. “Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskiano”. *Revista Análise Econômica*, ano 21, no. 39, Março, 2003.

PENROSE, E. “The theory of the growth of the firm” Oxford: Basil Blackwell, 1959.

ROCHON, L. P., ROSSI, S. “Inflation targeting, economic performance, and income distribution: a monetary macroeconomic analysis”. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 28, No. 4, Summer, 2006.

ROGOFF, K. “The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target”. *The Quarterly Journal of Economics*, November 1985.

ROMER, D. “Keynesian macroeconomics without the LM curve”. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, no. 2, Spring 2000.

\_\_\_\_\_. “Advanced Macroeconomics”. Second Edition, McGraw-Hill, 2001.

SARGENT, T. J.; WALLACE, N. “Rational expectations, the optimal monetary instrument, and the optimal money supply rule”. *Journal of Political Economy*, 83, April, 1975.

SHAPIRO, N. “Pricing and the Growth of the Firm”. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. IV, No. 1, Fall 1981.

SHAPIRO, N., SAWYER, M. “Post Keynesian price theory”. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 25, No. 3, Spring 2003.

SELLON Jr., G. H. “Expectations and the monetary policy transmission mechanism”. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, fourth quarter 2004.

SETTERFIELD, M. “Is inflation targeting compatible with post keynesian economics?”. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 28, no. 4, Summer 2006.

SHACKLE, G. L. S. “Expectations in Economics”. Cambridge University Press, 1952.

\_\_\_\_\_. “Expectation, Enterprise and Profit: the Theory of the Firm”. George Allen & Unwin, 1970.

\_\_\_\_\_. “NewTracks for Economic Theory”. In: *Modern Economic Thought*, edited by Sidney Weintraub. University of Pennsylvania Press, 1977.

SICSÚ, J. “Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana”. *Revista Análise Econômica*, ano 21, no. 39, jan./mar, 2003.

SICSÚ, J., OLIVEIRA, S. C. “*Taxa de Juros e Controle da Inflação no Brasil*”. In: *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri, SP: Manole: Fundação Konrad Adenauer, 2003.

SIKLOS, P. L. “*Monetary Policy Transparency, Public Commentary, and Market Perceptions about Monetary Policy in Canada*”. Discussion Paper 8/00, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank, 2000.

SVENSSON, L. E. O. “*Inflation targeting as a monetary policy rule*”. *NBER Working Paper 6790*, November 1998.

TAYLOR, J. “*Discretion versus policy rules in practice*”. *Carneige-Rochester Conference on Public Policy*. 39: 195-214, 1993.

\_\_\_\_\_. “*The monetary transmission mechanism: an empirical framework*”. *Journal of Economic Perspectives*, v. 9, n. 4, Fall 1995.

\_\_\_\_\_. “*Teaching modern macroeconomics at the principles level*”. *American Economic Review*, vol.90, no. 2, 2000.

TINBERGEN, J. “*On the Theory of Economic Policy*”. Amsterdam: North Holland, 1952.

VIEIRA, P. R. C. “*Imagem e Reputação do Banco Central: relação entre percepção de desempenho e compromisso institucional*”. Tese de Doutorado, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto COPPEAD de Administração, Rio de Janeiro 2003.

WOOD, A. “*A Theory of Profits*”. London, Cambridge University Press, 1975.

WOODFORD, M. “*Interest and Prices: foundations of a theory of monetary policy*”. Princeton: Princeton University Press, 2003.

\_\_\_\_\_. “*Central Bank Communication and Policy Effectiveness*”. NBER  
*Working Paper 11898*, December 2005.

# Livros Grátis

( <http://www.livrosgratis.com.br> )

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)  
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)  
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)  
[Baixar livros de Matemática](#)  
[Baixar livros de Medicina](#)  
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)  
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)  
[Baixar livros de Meteorologia](#)  
[Baixar Monografias e TCC](#)  
[Baixar livros Multidisciplinar](#)  
[Baixar livros de Música](#)  
[Baixar livros de Psicologia](#)  
[Baixar livros de Química](#)  
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)  
[Baixar livros de Serviço Social](#)  
[Baixar livros de Sociologia](#)  
[Baixar livros de Teologia](#)  
[Baixar livros de Trabalho](#)  
[Baixar livros de Turismo](#)