

Breves comentários sobre o artigo “Teoria e política monetárias”, de Fernando Cardim de Carvalho

Fernando Ferrari Filho*

O artigo de Fernando Cardim de Carvalho, tendo como referência a experiência brasileira de estabilidade de preços no período pós-Plano Real e, mais especificamente, a adoção do regime de metas de inflação no Brasil a partir de junho de 1999, retoma o debate teórico sobre o papel da política monetária em economias monetárias. Ao retomar esse debate, o artigo tem dois objetivos principais: por um lado, ele mostra que, uma vez que os pontos centrais sobre o papel da política monetária continuam sendo alicerçados em quais (i) devem ser os objetivos da política monetária, (ii) são os mecanismos de transmissão da política monetária para o sistema econômico e (iii) são os instrumentos mais eficazes de política monetária, a discussão acadêmica, apesar de “novas roupagens”, ainda está centrada em duas concepções teóricas, quais sejam, keynesiana e monetarista. Por outro, o artigo, ao argumentar que o regime de metas de inflação “é um desdobramento do regime tradicional de metas monetárias” e “se apóia no postulado de neutralidade da moeda”, critica a visão e a postura do Banco Central do Brasil (BCB) acerca do referido regime. Para o autor, o regime de metas de inflação é passível de crítica, porque (i) o BCB parece não perceber que, no *real world*, os fatores reais e monetários da economia não são dissociados e (ii) as metas inflacionárias, em cinco anos de vigência deste regime, não foram alcançadas em três anos seguidos, o que resulta em perda de credibilidade desse regime monetário.

Ao concordarmos com a idéia central e a argumentação do autor, os breves comentários que se seguem visam apresentar algumas su-

* Professor Titular do Departamento de Economia da UFRGS e pesquisador do CNPq.
E-mail: ferrari@ufrgs.br.

gestões que complementam, em nosso ponto de vista, as reflexões apresentadas ao longo do artigo e manifestar uma ligeira diferença com Cardim acerca de sua defesa do regime monetário-cambial, implementado no Brasil após a crise cambial de 1998-1999.

Inicialmente, o artigo analisa a política monetária keynesiana, cuja ênfase é centrada no período que vai do fim da Segunda Guerra Mundial ao início dos anos 1960. Nesse particular, a política monetária keynesiana analisada está relacionada ao que Cardim chama de *consenso keynesiano*. Como sabemos, sob a égide do referido consenso, a política monetária objetivava conciliar estabilidade de preços, pleno emprego e equilíbrio externo. Em nota de rodapé de número três, Cardim afirma e argumenta que, todavia, “a política monetária keynesiana não era coincidente com a política monetária preconizada pelo próprio Keynes”. Pois bem, ao concordamos com a idéia acima, entendemos que o autor poderia explorar tal diferença, mesmo que *en passant*, a partir da trajetória do postulado de não-neutralidade da moeda em Keynes, que vai do *Tract on Monetary Reform*, publicado em 1923, ao *General Theory of Employment, Interest and Money*, escrito em 1936. No primeiro, Keynes, assim como os keynesianos da Síntese Neoclássica e o próprio Milton Friedman, advoga a não-neutralidade da moeda *somente* no curto prazo, uma vez que, estando “todos mortos” no longo prazo, “the *objective* of the authorities [...] should be the stability of prices” (KEYNES, 1971, p.148), ao passo que no último, o postulado de não-neutralidade da moeda é aceito tanto no curto quanto no longo prazo¹.

Nas duas seções que se seguem, Cardim apresenta a crítica monetarista ao keynesianismo. Em primeiro lugar, o artigo resgata os principais argumentos da crítica friedmaniana. Segundo FRIEDMAN (1968, p.1-2, ênfase adicionada), “Keynes offered simultaneously an explanation for the presumed impotence of monetary policy to stem the depression, a nonmonetary interpretation of the depression [...] [em outras palavras] Money did *not* matter”. Pois bem, ao argumentar que a teoria keynesiana não tem uma explicação monetária para a crise, Friedman centra sua análise em duas questões: quais são as limitações da política monetária e como as autoridades monetárias devem conduzir a política monetária? A resposta à primeira questão está relacionada à hipótese friedmaniana

de taxa natural de desemprego, conforme apresenta Cardim². Ao afirmar que a relação empírica da curva de Phillips não se sustenta no longo prazo, Friedman apresenta uma versão modificada dessa, denominada *expectations-augmented Phillips Curve*, cuja essência consiste em mostrar que os agentes econômicos otimizam suas funções de preferência, tendo como referência suas expectativas sobre a dinâmica do nível de preços da economia em um futuro próximo. Assim sendo, ao inserir na curva de Phillips uma regra comportamental para a dinâmica de preços³, a análise friedmaniana mostra que variações iniciais na taxa de desemprego ocorrem porque os agentes econômicos não conseguem prever a inflação futura. Contudo, a partir de um processo contínuo de revisão das expectativas, a inflação esperada pelos agentes econômicos tende a ajustar-se à inflação. Como resultado dessa antecipação inflacionária por parte dos agentes econômicos, o nível de emprego converge para sua taxa natural de desemprego. Portanto, nas palavras de FRIEDMAN (1968, p.11), “there is always a temporary trade-off between inflation and unemployment; there is no permanent trade-off. The temporary trade-off comes not from inflation per se, but from unanticipated inflation”. Ao responder à segunda questão, Friedman propõe que a taxa de crescimento da oferta monetária seja constante. Nesse sentido, por entender que a economia é inerentemente estável – pois, excetuando-se os distúrbios monetários de curto prazo, a economia encontra-se em torno de sua taxa natural de desemprego – Friedman rejeita a idéia de políticas monetárias ativas, discricionárias.

No que diz respeito ao monetarismo novo-clássico, os autores dessa vertente teórica pretendem, por um lado, apresentar uma visão alternativa à teoria keynesiana para os ciclos econômicos e, por outro, criticar a versão da curva de Phillips de Friedman. Em relação à visão alternativa à teoria keynesiana para os ciclos econômicos, os modelos novos-clássicos explicam as flutuações dos níveis de produto e emprego como decorrentes de choques exógenos de oferta, tais como variações tecnológicas e de produtividade, que implicam mudanças temporárias nos preços relativos da economia. Em outras palavras, é o lado real dos fatores de oferta que explica variações de produto e emprego no sistema econômico. A crítica à curva de Phillips friedmaniana está centrada na hipótese de expectati-

vas adaptativas formulada por Friedman, pois, segundo os novos-clássicos, essa descreve, parafraseando CARDIM (2004, p. 324), “um comportamento irracional, inconsistente com o pressuposto geral de racionalidade”. Nesse sentido, para os novos-clássicos, as expectativas são formadas racionalmente, ou seja, o valor esperado de uma determinada variável não é, necessariamente, uma função estável de seus valores passados⁴. Pois bem, com a introdução da hipótese de expectativas racionais na curva de Phillips, a existência de um *trade-off*, seja temporário, seja permanente, entre inflação e desemprego passa a ser questionado e rejeitado, pois os novos-clássicos entendem que políticas de demanda agregada não têm impacto sobre o nível de equilíbrio da economia, que se encontra em sua taxa natural de desemprego. Em suma, para os novos-clássicos, como escreve CARDIM (2004, p. 324), “a curva de Phillips deixa de poder sustentar qualquer escolha de política monetária”.

Na seção seguinte, Cardim analisa o “Retorno do keynesianismo”. Ao concordarmos com a análise central dele, qual seja, a idéia de que os novos-keynesianos fazem a “reabilitação da curva de Phillips como indicador do comportamento da *demanda agregada* e, com ela, a não-neutralidade da moeda”, nossos comentários, ou melhor, sugestões, são em termos de referências bibliográficas. Por um lado, MANKIW (2001) apresenta uma análise interessante sobre a “inexorabilidade do *trade-off* entre inflação e desemprego”, ao mesmo tempo em que “especula” sobre os mistérios deste. Por outro, o artigo de CLARIDA, GALÍ E GERTLER (1999) realiza uma análise minuciosa e enriquecedora sobre questões pertinentes à regra de Taylor – isto é, taxa real de juros de equilíbrio – e política monetária ótima e dinâmica de política monetária em modelos de rigidez de preços.

Na última seção, Cardim sinaliza as lições para o Brasil, advindas do debate teórico apresentado nas seções anteriores. Inicialmente, apesar de o autor ter deixado implícita em sua análise a passividade da política monetária ao longo do período pós-Plano Real, é importante explicitar a idéia de que nos últimos dez anos, portanto desde a implementação do referido Plano, a política monetária *não* tem sido utilizada de forma contracíclica: entre julho de 1994 e janeiro de 1999, quando a taxa de câmbio era relativamente fixa, a taxa de juros foi manipulada de forma a equilibrar, através do ingresso de capitais de *portfolio*, o balanço de pa-

gamentos; e, a partir do regime de metas de inflação, junho de 1999, a política monetária tem se preocupado única e exclusivamente com o controle do processo inflacionário. Segundo, concordamos plenamente com CARDIM (2004, p. 329), quando ele escreve que “[o] regime de metas inflacionárias é um desdobramento do regime tradicional de metas monetárias ... [e] ele se apóia no postulado de neutralidade da moeda”. As Atas do Comitê de Política Monetária do BCB não deixam nenhuma dúvida acerca do que Cardim afirma. Finalizando a seção, e também nossos comentários, temos uma única diferença com o autor. No último parágrafo, CARDIM (2004, p. 330) diz que a “[a]doção do regime de metas inflacionárias foi, provavelmente, *inevitável*, e, mesmo, uma *boa escolha* em 1999” (grifos nossos). Para nós, ao invés da implementação do regime de metas inflacionárias naquela ocasião, a adoção do regime de metas de crescimento seria mais apropriado para dirimir a fragilidade do lado real da economia brasileira. Assim sendo, caso tivéssemos adotado um regime de metas de crescimento em 1999, há muito teríamos, conforme sugere CARDIM (*idem*), “[redescoberto] ... a curva de Phillips por estas paragens”.

Notas

¹ O capítulo 17 da *General Theory of Employment, Interest and Money*, ao apresentar as propriedades essenciais da moeda, quais sejam, elasticidades, produção e substituição negligenciáveis, mostra que as crises de demanda efetiva e, por conseguinte, de desemprego, manifestam-se porque, numa situação em que a incerteza sobre o futuro aumenta, os indivíduos passam a reter moeda, postergando, assim, suas decisões de dispêndio. A não-neutralidade da moeda é explicitada pelas próprias palavras de KEYNES (1973, p. 411, ênfases adicionadas): “booms and depressions are phenomena peculiar to an economy in which ... *money is not neutral*”.

² A taxa natural de desemprego “is the level that would be ground out by the Walrasian system of general equilibrium equations” (FRIEDMAN, 1968, p.8).

³ As expectativas relativas à dinâmica de preços são formadas de forma adaptativa, como segue: $P_t^e = f(P_{t-\lambda})$, $\lambda \in \{1, 2, \dots\}$, em que P_t^e é o nível de preços esperado no período t e $P_{t-\lambda}$ é o nível de todos os preços ocorridos no passado.

⁴ Em termos analíticos, $P_{t+\lambda}^e = E(P_{t+\lambda}/I_t)$, $\lambda \in \{0, 1, 2, \dots\}$, em que $P_{t+\lambda}^e$ é o nível de preços esperado no período $t+\lambda$, $P_{t+\lambda}$ é o nível de preços observado no período $t+\lambda$ e I_t é o conjunto de informações disponíveis no final do período t .

Referências bibliográficas

CARDIM DE CARVALHO, F. Teoria e política monetárias: uma visão pessoal sobre uma relação difícil. *Econômica: revista da Pós-Graduação em Economia da UFF, Rio de Janeiro*, v.6, n.2, p. 315-334, dez. 2004.

CLARIDA, R.; GALÍ, J.; GERTLER, M. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature*, 37, p.1661-1707, Dec. 1999.

FRIEDMAN, M. The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, LVIII, n. 1, p.1-17, Mar. 1968.

KEYNES, J.M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York: HBJ Book, 1964.

_____. *A Tract on Monetary Reform*. London: Macmillan, 1971. (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v.4).

_____. *The General Theory and After: Preparation*. London: Macmillan, 1973. (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v.13).

MANKIW, N.G. The Inexorable and Mysterios Trade-Off Between Inflation and Unemployment. *Economic Journal*, 111, p. C45-61, May 2001.

Recebido para publicação em setembro de 2004.