

Teoria e política monetárias: Alguns comentários

Fernando de Holanda Barbosa*

Introdução

A tarefa de comentar um trabalho que apresenta uma visão pessoal sobre a relação entre teoria e política monetárias é bastante ingrata porque a visão pessoal certamente é fruto da experiência acumulada no ensino e na pesquisa destes temas. É natural que cada pesquisador tenha sua própria visão. Ao invés de comentar cada um dos pontos analisados por CARVALHO (2004), eu irei contrapor sua visão pessoal com a minha, deixando ao leitor a tarefa de compará-las e verificar onde elas divergem e (ou) convergem. Os comentários estão organizados em quatro seções além desta Introdução. A Seção 1 trata da discussão entre monetaristas e keynesianos. A Seção 2 é dedicada aos novos clássicos. A Seção 3 analisa os novos keynesianos, e a Seção 4 apresenta um breve comentário sobre a experiência brasileira de política monetária recente¹.

1. Monetaristas x keynesianos

A controvérsia entre monetaristas e keynesianos no hemisfério norte ocupou grande espaço no meio acadêmico nas décadas de 1950, 1960 e metade da de 1970. Esta controvérsia estava centrada na discussão de quatro pontos que, embora inter-relacionados, podem ser destacados para o propósito destes comentários: i) a potência das políticas monetária e fiscal, ii) os efeitos de curto e de longo prazo destas políticas, iii) o uso das políticas fiscal e monetária para estabilização da economia e iv) o uso de regras ou de discricionarismo no manejo dos instrumentos de política econômica.

* Professor da Escola de Pós-graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas. E-mail: Fholanda@fgv.br.

Os keynesianos argumentavam que a política fiscal era mais eficaz para afetar o produto real da economia, enquanto os monetaristas afirmavam que a política monetária era mais potente. A pesquisa conduzida desde então concluiu que os monetaristas estavam corretos, e existe um consenso hoje em dia de que a política monetária é mais potente que a política fiscal².

Os monetaristas afirmavam, depois dos trabalhos clássicos de FRIEDMAN (1968) e PHELPS (1967), que a política monetária no longo prazo afetava somente a taxa de inflação, e não o produto real da economia. Na linguagem técnica, a política monetária é neutra e superneutra³. Em meados da década de 1970, os livros-textos de macroeconomia para graduação foram reescritos e todos eles passaram a adotar a hipótese de que no longo prazo a curva de Phillips é vertical⁴.

Os monetaristas afirmavam que as políticas monetária e fiscal não deveriam ser usadas para estabilização da economia porque as defasagens envolvidas nos mecanismos de transmissão destas políticas eram desconhecidas e variavam no tempo. Os keynesianos argumentavam que, a despeito deste fato, era possível usá-las para a estabilização da economia⁵. A evidência empírica acumulada desde o final da II Guerra mundial tem mostrado que os keynesianos estavam corretos, pois as políticas de estabilização têm produzido bons resultados evitando recessões prolongadas e taxas de inflação na faixa de 2-3% ao ano, que não são percebidas pela sociedade como interferindo no desempenho da economia.

Os monetaristas recomendavam a adoção de regras que funcionariam como um piloto automático, independentemente das condições que prevalecessem na economia. Os keynesianos defendiam o discricionarismo, argumentando que o *policy maker* necessitava de graus de liberdade para ajustar os instrumentos às necessidades da economia. Na segunda metade da década de 1970, a contribuição de KYDLAND E PRESCOTT (1977), que levou estes autores a ganharem o Prêmio Nobel de Economia em 2004, mostrou a vantagem para a sociedade, em termos de bem-estar, do uso de regras ao invés de casuísmo⁶. Os monetaristas terminaram ganhando esta discussão, mas os keynesianos não perderam. O consenso hoje em dia é de que regra é melhor do que casuísmo, mas a regra deve ser contingente com a situação da economia, como, por exemplo, na regra de TAYLOR (1983), que será explicitada mais adiante.

2. Novos clássicos

A famosa crítica de LUCAS (1976), de que as equações dos modelos econométricos não poderiam ser usadas para exercícios de simulação de políticas econômicas porque o comportamento dos agentes econômicos depende das regras de política econômica, levou à busca de um arcabouço teórico que fosse capaz de lidar com este tipo de problema. A crítica de Lucas reconhece o fato trivial de que o nosso comportamento depende das regras do jogo, pois, quando as regras mudam, é bastante provável que nosso comportamento também mude.

Ademais, nos modelos macroeconômicos, a inter-relação entre os vários mercados, de bens e serviços, de ativos financeiros, de mão-de-obra, é essencial para que se compreenda o fenômeno que se está estudando, e as decisões de consumir, investir e trabalhar são decisões intertemporais. Dois tipos de modelos de equilíbrio geral existem para tratar este tipo de problema, o modelo de Arrow-Debreu e o modelo de gerações superpostas de Samuelson. LUCAS (1972) no seu trabalho clássico, que mudaria completamente a macroeconomia, usou o modelo de gerações superpostas. KYDLAND E PRESCOTT (1982) usaram um modelo simples *à la* Arrow-Debreu. Nestes modelos, os mercados são competitivos, os preços são flexíveis e as expectativas racionais. O problema com os modelos de equilíbrio geral existentes é que eles não têm lugar para moeda, que entra pela porta dos fundos, através da moeda na função utilidade, ou de uma restrição prévia de liquidez. A tentativa de construir modelos de equilíbrio geral onde a moeda tem um papel essencial como meio de trocas faz parte da agenda de pesquisas nos últimos anos, e o sucesso desta agenda pode transformar completamente a teoria monetária.

No modelo de ciclos reais de Kydland e Prescott os ciclos econômicos são explicados por choques de produtividade, e não existe lugar para a moeda. O banco central é passivo e a quantidade de moeda é endógena. O veredicto da grande maioria dos economistas hoje em dia é de que este modelo não é convincente na explicação do ciclo econômico. Todavia, também é um consenso entre os macroeconomistas da corrente hegemônica que a tecnologia desenvolvida a partir destas contribuições faz parte da caixa de ferramentas da macroeconomia moderna. Os mo-

delos de programação dinâmica estocástica são apropriados para modelar e compreender uma economia monetária desde que se introduza rigidez de preços e outras imperfeições de mercado que existem numa economia monetária, a despeito do fato de que a moeda tem de ser introduzida de modo casuístico.

4. Novos keynesianos

O modelo básico para análise de política monetária desde meados da década de 1990 é o modelo novo keynesiano que tem três ingredientes: i) uma curva IS, ii) uma curva de Phillips e iii) uma regra de política monetária. Os novos keynesianos deduzem a curva IS a partir da equação de Euler, de suavização de consumo. A curva de Phillips é deduzida supondo-se que o reajuste de preços não é sincronizado, que existe portanto rigidez de preços, e que as empresas fixam seus preços com o objetivo de maximizar seus lucros. A regra de política monetária é deduzida como solução de um problema de programação dinâmica estocástica, onde, em geral, determina-se a taxa de juros a ser fixada pelo banco central nas suas operações no mercado de reservas interbancárias⁷. Este modelo pode ser criticado porque atribui todo efeito da taxa de juros real sobre o produto da economia ocorrendo através da suavização do consumo. Em segundo lugar, a curva de Phillips que dele se obtém supõe a existência de uma relação de longo prazo entre inflação e produto, ou seja, a curva de Phillips deste modelo não é vertical no longo prazo. Em terceiro lugar, este modelo implica que políticas monetárias de combate à inflação previamente anunciadas produzem um aumento do produto real da economia.

O modelo básico usado para análise de política monetária nos bancos centrais tem a mesma estrutura do modelo novo keynesiano, mas nem sempre sua especificação é derivada de microfundamentos. O preço a pagar pela relevância empírica é deixar de lado um pouco do rigor dos microfundamentos, enquanto o avanço teórico ainda não for capaz de lidar com alguns fatos estilizados, que são suficientemente documentados para serem abandonados. O modelo tem uma curva IS, onde o hiato do produto, medido pela diferença entre o produto real e o produto

potencial da economia, depende da diferença entre a taxa de juros real e a taxa de juros real de pleno emprego, da diferença entre o déficit público e o déficit público de pleno emprego, e da diferença entre o gasto do governo e o gasto do governo no pleno emprego. Isto é⁸:

$$\dot{r} = -\alpha (r - \bar{r}) + \beta (G - \bar{G}) + \gamma (D - \bar{D})$$

A curva de Phillips supõe rigidez tanto no nível de preços como na taxa de inflação, e a aceleração da inflação é função do hiato do produto, de acordo com:

$$\dot{\pi} = \delta (Y - \bar{Y})$$

A política monetária segue a regra de Taylor, onde a taxa de juros nominal fixada pelo banco central depende da taxa de juros real de pleno emprego, da taxa de inflação, da diferença entre a taxa de inflação e a meta da taxa de inflação e do hiato do produto:

$$r = \bar{r} + \pi + \phi (\pi - \bar{\pi}) + \lambda (Y - \bar{Y})$$

Neste modelo pode se acrescentar regras para a política fiscal, com $\dot{D} = \theta (D - \bar{D})$ o déficit público e o gasto do governo variando de modo anticíclico, como nas seguintes especificações:

Este modelo, na prática, tem que levar em conta alguns fatos importantes, que não podem ser deixados de lado. Um deles é que o banco central controla a taxa de juros no mercado interbancário, que é uma taxa de curto prazo, em geral para empréstimos por um dia, enquanto a taxa de juros relevante na curva IS é a taxa de longo prazo, que afeta o dispêndio tanto das famílias como das empresas. Portanto, tem-se que adicionar ao modelo uma equação para a estrutura a termo da taxa de juros. No modelo de uma economia aberta tem-se que introduzir a taxa de câmbio real e certamente outras variáveis na curva IS, uma variável de câmbio na curva de Phillips e uma equação que relacione a taxa de juros com a taxa de câmbio.

Este modelo tanto pode ser considerado monetarista como keynesiano, pois ele resultou do embate travado por estes dois grupos de economistas, e todos que o usam não devem se preocupar com o rótulo

que possam lhe atribuir, mas sim com a capacidade do modelo em prever os resultados do uso dos instrumentos de políticas monetária e fiscal.

5. Metas de inflação: A experiência brasileira

A experiência brasileira de política monetária nos últimos cinquenta anos pode ser dividida em três períodos: i) o primeiro vai até 31 de dezembro de 1964 quando o Banco Central do Brasil foi criado, através da Lei No. 4595; ii) o segundo começa com a criação do Banco Central e termina com a introdução do real, em primeiro de julho de 1994; e iii) o terceiro período começa com o real e se estende pelos dias atuais. O primeiro período é caracterizado por um sistema híbrido, com o Banco do Brasil, um banco comercial, exercendo funções de um banco central e outros órgãos, como a SUMOC (Superintendência da Moeda e do Crédito) e a CAMOB (Caixa de Mobilização Bancária) também fazendo parte daquilo que se convencionou chamar de autoridade monetária. No segundo período, a relação entre o Banco do Brasil e o Banco Central continuou, com a conta movimento permitindo que o Banco do Brasil emitisse moeda. Em 1986 a conta movimento foi extinta e o Banco do Brasil passou a ser apenas um banco comercial. Em ambos os períodos, o objetivo da política monetária era financiar parte do déficit público cobrindo da sociedade o imposto inflacionário.

No terceiro período, com o Plano Real, o Banco Central do Brasil passou a ter independência operacional na condução da política monetária e o objetivo da política monetária tem sido o controle da taxa de inflação. Até janeiro de 1999 o Banco Central procurou controlar simultaneamente a taxa de câmbio e a taxa de juros. Este sistema mostrou-se insustentável e o sistema de taxa de câmbio administrada fracassou, como ocorreu nos vários países que adotaram este tipo de sistema. Atualmente, no sistema de câmbio flexível, com intervenções pontuais do Banco Central, existem duas formas do banco central atuar. No sistema adotado pelos bancos centrais americano e europeu existe uma meta implícita da taxa de inflação. No sistema adotado por um grande número de países, como a Nova Zelândia, que foi o primeiro país a adotar tal sistema, Austrália, Inglaterra, Chile, México, Israel, Suécia e outros, existe uma meta explí-

cita da taxa de inflação, previamente anunciada. O banco central é responsável pelo cumprimento de tal meta e tem de prestar contas de suas decisões à sociedade.

Apesar de alguns choques terem impedido que o Banco Central brasileiro atingisse a meta de inflação em dois anos, a experiência deste novo sistema comparado com o que aconteceu na economia brasileira, em termos de inflação, nos dois períodos anteriores, tem sido um sucesso. Todavia, o apoio da sociedade para a independência operacional do Banco Central e para que o objetivo da política monetária no longo prazo seja a taxa de inflação depende da recuperação sustentada da taxa de crescimento do produto real da economia brasileira nos próximos anos. A teoria monetária afirma que isto é possível, desde que o produto real cresça de acordo com a taxa de crescimento do produto potencial da economia, que independe da política monetária.

Notas

¹ Neste texto não haverá preocupação de documentar e citar todos trabalhos que foram importantes no desenvolvimento da teoria monetária nos últimos cinquenta anos, que é o período coberto na análise de CARVALHO (2004).

² Compare, por exemplo o artigo de BLINDER E SOLOW (1973) com o artigo de BLINDER (2004).

³ A superneutralidade da moeda deve ser devidamente qualificada, pois, para taxas de inflação elevadas, não existe evidência empírica que suporte esta proposição.

⁴ Veja, por exemplo, os livros-textos de macroeconomia para graduação de DORNBUSCH E FISCHER (1976) e GORDON (1976).

⁵ Veja, a este respeito, o trabalho de MODIGLIANI (1977).

⁶ O trabalho de BARRO E GORDON (1983) analisou esta questão, procurando explicar o viés para cima da taxa de inflação nos países desenvolvidos.

⁷ Uma resenha deste modelo é apresentada em CLARIDA, GALI E GERTLER (1999).

⁸ Todos os parâmetros que aparecem tanto nesta equação, como nas demais equações do modelo, são positivos. Caso o parâmetro β da curva IS seja igual a zero o déficit público não afeta o produto real e existe equivalência ricardiana. A taxa de juros real de pleno emprego, numa economia fechada, depende da política fiscal. Isto é:

, com as derivadas parciais desta função com os sinais positivos.

Referências bibliográficas

BARBOSA, F. H. *A inércia da taxa de juros na política monetária*. Rio de Janeiro: FGV, 2004. (Ensaio Econômico da EPGE, n. 534).

_____. Dois experimentos de política monetária no modelo novo keynesiano. Rio de Janeiro: FGV, 2004. (Ensaio Econômico da EPGE, n. 547).

BARRO, R.; GORDON, D. A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. *Journal of Political Economy*, v. 91, n. 4, p. 589-610, Aug. 1983.

BLINDER, A.; Solow, R. Does Fiscal Policy Matter? *Journal of Public Economics*, v. 2, p. 319-337, 1973.

BLINDER, A. *The Case Against the Case Against Discretionary Fiscal Policy*. Princeton University, 2004. (CEPS Working Paper, n. 100).

CARVALHO, F.C. DE. 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.; GALI, J.; GERTLER, M. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature*, v. 37, p. 1661-1707, 1999.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. *Macroeconomics*. Nova York: McGrawHill, 1978.

FRIEDMAN, M. The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, v. 58, p. 1-17, 1968.

GORDON, R. *Macroeconomics*. Nova York: Addison-Wesley, 1978.

KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. Rules Rather Than Discretion : The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, 85, p. 473-490, 1977.

_____; _____. Time to Build and Aggregate Fluctuations. *Econometrica*, 50, p. 1345-1371, 1982.

LUCAS, R. Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*, 4, p. 103-124, 1972.

_____. Econometric Policy Evaluation: a Critique. *Journal of Monetary Economics*, Supplement, p. 19-46, 1976.

MODIGLIANI, F.; ANDO, A. Impacts of Fiscal Actions on Aggregate Income and the Monetarist Controversy: Theory and Evidence. In: Stein, J. (Org.) *Monetarism*. Amsterdam: North-Holland, 1976.

MODIGLIANI, F. The Monetarist Controversy or, Should We Forsake Stabilization Policies? *American Economic Review*, 67, p. 1-19, 1977.

PHELPS, E. Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time. *Economica*, 34, p.254-281, 1967.

TAYLOR, J. Discretion Versus Policy Rules in Practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, p. 195-214, 1983.

TOBIN, J. Friedman's Theoretical Framework. *Journal of Political Economy*, 80, p. 852-863, 1972.

Recebido para publicação em outubro de 2004.