



UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA
"JÚLIO DE MESQUITA FILHO"

FACULDADE DE CIÊNCIAS E LETRAS

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

GUSTAVO ALMEIDA FALCO

A POLÍTICA MONETÁRIA SOB A ÓTICA DAS ESCOLAS LIBERAIS

Araraquara, São Paulo

2019

GUSTAVO ALMEIDA FALCO

A POLÍTICA MONETÁRIA SOB A ÓTICA DAS ESCOLAS LIBERAIS

Trabalho de Conclusão de Curso (TCC) apresentado ao Conselho de Curso de Economia, da Faculdade de Ciências e Letras – Unesp Araraquara, como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Cesar Brigante

**Araraquara –SP
2019**

RESUMO

Para os economistas clássicos a política monetária não tem efeitos sobre variáveis reais se quer no curto prazo, pois entendem que os agentes não sofrem de ilusão monetária, já para os monetaristas a moeda pode ter sim efeitos reais no curto prazo, devido a adoção da hipótese de expectativas adaptativas, que por sua vez permitiriam que os agentes interpretassem variações salariais nominais como sendo reais, afetando assim a oferta de mão de obra e conseqüentemente a produção. No modelo novo-clássico, com a introdução das expectativas racionais se criou um dilema no qual a política monetária pode ou não ter efeitos reais no curto prazo dependendo de ela ser de surpresa ou pré-anunciada. O grande consenso que existe entre as 3 escolas é que seria inviável usar a política monetária para estimular a demanda agregada, uma vez que no longo prazo, as variáveis reais retornariam aos seus níveis naturais, e o efeito final dessa medida seria apenas o de aumento no nível geral de preços. O ativismo monetário, isto é, a política monetária conduzida através do discricionarismo, é bastante criticado por conta das incertezas que ele gera, além de processos inflacionários que prejudicam os investimentos e a economia como um todo, e por isso os economistas tanto liberais quanto neoliberais entendem que para maximizar a performance econômica a moeda deve ser o mais estável possível, o que implica em uma política monetária também estável, sem grandes alterações ao longo do tempo.

Palavras-Chave: política monetária, liberalismo, neoliberalismo.

ABSTRACT

For the classical economists, monetary policy has no effect on real variables even in the short-term, since they understand that agents do not suffer from monetary illusion, while for the monetarists the currency may have real effects in the short run, due to the adoption of the adaptive expectations hypothesis, which would allow agents to suffer from monetary illusion, because they would interpret nominal wage variations as real, and this will affect labor supply and production. In the new-classical model, the introduction of rational expectations has created a dilemma in which monetary policy may or may not have real short-term effects, depending on if it is by surprise or pre-announced. The great consensus that exist between the 3 schools is that it would be impracticable to use monetary policy to stimulate aggregate demand, since in the long run, real variables will return to their natural levels, and the ultimate effect of this action would only be to increase the overall pricing level. Monetary activism, that is monetary policy conducted through discretion, is widely criticized for the uncertainties that it generates, as well as inflationary process that undermine investment and the whole economy, that's why liberal and neoliberal economists understand that to maximize economic performance the currency must be the most stable as possible, which implies in a stable monetary policy, without major changes over time.

Keywords: monetary policy, liberalism, neoliberalism.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	6
CAPÍTULO 1 – SÍNTESE DOS MODELOS	8
1.1 Economia Política Clássica (1776-1936)	8
1.1.1 Individualismo, liberalismo e comércio	8
1.1.2 Teoria Quantitativa da Moeda	12
1.1.3 Quantitativismo.....	15
1.2 A revolução Keynesiana	17
1.3 A "contrarrevolução" Monetarista de Friedman.....	20
1.3.1 A demanda por moeda.....	20
1.3.2 Curva de Phillips aceleracionista.....	22
1.3.3 Expectativas Adaptativas	23
1.3.4 Tratamento Gradualista e de Choque	25
1.4 Novo-clássicos.....	26
1.4.1 Expectativas Racionais	27
1.4.2 Função Oferta de Lucas.....	29
1.5 Conclusão.....	31
CAPÍTULO 2 – O PAPEL DA POLÍTICA MONETÁRIA EM UMA ECONOMIA NA QUAL A MOEDA É NEUTRA	34
2.1 Monetaristas	34
2.1.1 As taxas de juros.....	38
2.1.2 A condução da política monetária	39
2.2 Novo-clássicos.....	41
2.2.1 Regras claras	41
2.2.2 A independência do Banco Central	42
2.2.3 O regime de metas para a inflação	43
2.3 Conclusão.....	45
CAPÍTULO 3 - EVIDÊNCIAS HISTÓRICAS	48

3.1 O <i>monetary targeting</i> do Bundesbank	48
3.2 O <i>currency board</i> argentino	51
3.3 O <i>inflation targeting</i> neozelandês.....	52
3.4 Conclusão.....	54
CONCLUSÃO GERAL.....	55
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	58

INTRODUÇÃO

É quase que um consenso entre economistas a ideia de que a política monetária se trata de um importante instrumento de política econômica, apesar disso existe uma enorme discussão entre as diversas escolas do pensamento na literatura econômica em relação a sua capacidade de afetar variáveis reais (como o PIB, a mais importante delas), além dos já conhecidos efeitos sob variáveis nominais (como preços, salários e taxas de juros). Para alguns o Banco Central ao aumentar a quantidade de moeda (uma variável nominal), não afetaria outras variáveis reais, já para outro grupo isso seria possível. Essas conclusões são obtidas a partir de modelos teórico-conceituais apresentados pelas diversas correntes do pensamento. A partir das hipóteses assumidas por cada escola, em relação ao papel da moeda no sistema econômico observam-se diferentes efeitos que determinada política pode provocar.

A discussão dos efeitos da moeda na economia real remete aos primórdios da teoria econômica com os clássicos, portanto trata-se de uma discussão antiga, que se iniciou no longínquo século XVIII, mas apesar disso ainda é atual tendo em vista que é um assunto presente nas abordagens mais recentes de política monetária.

O presente trabalho pretende analisar algumas das principais teorias econômicas classificadas como liberais e suas influências na política monetária. Para tanto, a análise partirá de suas origens examinando as contribuições dos principais autores, considerando desde os "pais" do liberalismo, com a economia política clássica, passando pelos monetaristas, até os novos clássicos.

As ideias clássicas inicialmente parecem um tanto quanto arcaicas e primitivas, tendo em vista o contexto da época em que foram pensadas, no qual muitos países se quer tinham uma moeda fiduciária, o que implica em uma dinâmica diferente para a política monetária, apesar disso eles desenvolveram ideias que permanecem até hoje e são aceitas nas teorias mais modernas, o que mostra a genialidade de seus autores e por isso merecem destaque nesse trabalho.

Já os economistas Monetaristas e Novo-clássicos (Escola de expectativas racionais) são modelos que vieram posteriormente a revolução Keynesiana, na segunda metade do século XX, com uma abordagem mais moderna, que trouxe novos elementos e também manteve algumas ideias clássicas.

Este tema é bastante importante e atual tendo em vista o contexto regional, no qual, não só o Brasil, mas muitos países da América do Sul elegeram governos cujas propostas são de cunho liberal na economia. Esse fato representou uma enorme reversão em relação as políticas que eram praticadas nessas regiões até então, assim torna-se relevante estudar os princípios que norteiam o pensamento ortodoxo para entender as ideias que estão por trás de determinadas políticas.

O objetivo é identificar como as principais ideias, pressupostos e explicações de cada escola do pensamento evoluíram e a partir dos modelos teóricos apresentados, alteraram também a percepção em relação a efetividade ou os limites da política monetária. Desse modo tem-se como pergunta de pesquisa “Qual a atribuição ou o papel da política monetária nas diferentes conjunturas macroeconômicas propostas pelas teorias liberais?”.

Foi adotado como método a pesquisa bibliográfica, na qual foram selecionados os principais autores de cada escola do pensamento, suas obras mais importantes e alguns artigos relacionados ao tema.

A pesquisa bibliográfica não é apenas uma mera repetição do que já foi dito ou escrito sobre determinado assunto, mas sim proporciona o exame de um tema sob uma nova abordagem, podendo chegar a conclusões novas ou próprias.

Houve enorme cuidado ao selecionar os textos que iriam compor este trabalho, buscou-se dar prioridade aos artigos mais importantes de cada autor, como uma forma de alcançar uma interpretação própria das ideias liberais.

O trabalho está dividido da seguinte forma: No Capítulo 1 foi feita uma síntese das escolas procurando dar destaque ao papel exercido pela moeda em cada um de seus modelos, também foi analisada a possibilidade de se usar a política monetária como instrumento de estabilização. O foco do trabalho está na visão liberal em que se rechaça o uso da moeda como forma de estimular a demanda agregada. No Capítulo 2 será apresentada a visão liberal que defende um uso diferente para a política monetária, que se bem conduzida nos moldes recomendados por eles seria uma espécie de indutora de crescimento econômico. Por fim no Capítulo 3 serão analisadas algumas experiências internacionais com o uso das recomendações liberais.

Os capítulos possuem conclusões próprias que são separadas da conclusão geral do trabalho, isso se deve ao fato de que os assuntos discutidos envolvem muitas ideias e teorias, dessa forma para dar ênfase aos principais pontos optou-se

por uma conclusão individual desses capítulos, porém elas são complementares para entender a conclusão geral do trabalho.

CAPÍTULO 1 – SÍNTESE DOS MODELOS

Será apresentado neste Capítulo inicialmente uma discussão acerca do surgimento do pensamento liberal e posteriormente uma síntese em relação as principais ideias e postulados das 3 escolas mais importantes dessa vertente sob a ótica monetária.

1.1 Economia Política Clássica (1776-1936)

A escola do pensamento clássico também conhecida como Escola Clássica de Economia Política foi a primeira escola moderna de pensamento econômico. Esta tem entre seus principais precursores Adam Smith e David Ricardo. A ideia originada em Smith, de livre mercado, ausente de regulamentações, concessões monopolistas e subsídios governamentais, típicas da fase mercantilista, esteve presente também em outras abordagens como as de Jean Baptiste-Say, John Stuart Mill, Thomas Malthus entre outros.

1.1.1 Individualismo, liberalismo e comércio

O sistema de liberdade natural prevaleceria desde que o mercado fosse livre e os indivíduos buscassem seus interesses de forma egoísta, esforçando-se para empregar seu capital na indústria interna e, também, para obter o maior volume possível do produto. Essa era uma característica do liberalismo econômico, que representou uma forte mudança em relação ao pensamento econômico que o precedeu, em especial o mercantilismo.

O Mercantilismo não pode ser considerado uma teoria econômica de fato, sendo na verdade melhor definido como um conjunto de ideias relacionadas a renda, comércio, moeda, entre outras variáveis. De forma geral este pensamento entendia que a riqueza de uma nação seria dada pelo seu estoque de metais preciosos, no sentido de quanto mais ela acumulasse, mais rica seria. Os métodos para garantir essa riqueza se dariam via balança comercial favorável, pacto colonial e protecionismo. Para atingir esse objetivo de acumular metais preciosos o Estado tinha um papel importante e ativo, cabia a ele promover barreiras, criando tarifas as importações e estimulando as exportações, garantindo assim o desejado superávit

comercial, portanto deveria haver forte intervenção estatal. Em relação ao comércio internacional havia o entendimento que seria um jogo de soma zero, no sentido de que o que um país ganhou seria a somatória do que os outros perderam. Uma crítica importante feita a essa doutrina foi que, se ela fosse plenamente seguida não haveria se quer comércio, com todos os países adotando medidas protecionistas, nenhum país exportaria, já que o outro não iria comprar.

Havia a crença generalizada de que alcançar os melhores interesses do público requeria uma participação ativa do governo. Este ponto de vista foi particularmente associado com a escola mercantilista dos séculos XVII e XVIII, que argumentou que o governo deveria promover a indústria e o comércio. De fato, muitos governos europeus haviam promovido ativamente o estabelecimento de colônias, e os mercantilistas forneceram a justificativa para isso. Alguns países (ou alguns cidadãos dentro deles) tinham se beneficiado muito com o papel ativo feito pelo seu governo, mas outros países, cujos governos tinham sido muito mais passivos, também haviam prosperado. E alguns países com governos fortemente ativos também não haviam prosperado, como seus recursos foram esbanjados em guerras ou em uma variedade de empreendimentos públicos sem sucesso. Em face dessas experiências aparentemente contraditórias, Smith dirigiu-se à pergunta: a sociedade pode assegurar que as pessoas encarregadas de governar realmente procuram o interesse público? A experiência mostra que, em alguns momentos as políticas governamentais parecem consistentes com o interesse público, em outros momentos as políticas efetuadas não seriam em qualquer trecho razoável da imaginação consistentes com o interesse público. Pelo contrário, aqueles na posição de governo muitas vezes pareciam perseguir os seus interesses privados em detrimento do interesse público. Além disso, os líderes, mesmo que bem-intencionados muitas vezes destruíram os seus países. Smith argumentou que não era necessário confiar no governo ou em quaisquer sentimentos morais para fazer o bem. O interesse público, diz o autor, é atendido quando cada indivíduo simplesmente faz o que está em seu próprio interesse. O interesse próprio é uma característica muito mais persistente da natureza humana do que uma preocupação de fazer o bem, e, portanto, fornece uma base confiável para a organização da sociedade. Além disso, os indivíduos são mais propensos a avaliar com alguma precisão o que é do seu próprio interesse do que para determinar o que é de interesse público. (STIGLITZ, 2000, p.55 apud SMITH, 1776, tradução nossa).

De acordo com Smith (1983) ao buscar seu próprio interesse, o indivíduo frequentemente promove o da sociedade mais eficazmente do que quando ele realmente tem a intenção de promovê-lo.

Diante do exposto acima, podemos notar que outra característica importante da escola clássica é o individualismo, ao que tudo indica o mesmo implica no liberalismo. Ao observar os indivíduos como agentes de mercado, Smith (1983) explicou como a livre interação entre as pessoas através da livre iniciativa promove o bem-estar social. É nesse sentido que surge o termo "mão invisível" que retrata uma situação em que inexiste uma entidade coordenadora do interesse comunal (Estado), a livre interação dos indivíduos resulta em uma determinada ordem, como se houvesse uma mão invisível que orientasse a economia.

Essa mão invisível é uma referência ao conjunto de coisas que acontecem como se fossem guiadas, mas na verdade são simplesmente a prática de atos individualistas de cada cidadão buscando um melhor bem-estar para si. Os atos individualistas decorrem das "leis da natureza".

Aparentemente, podiam ser conflituosos, mas a liberdade de mercado, ao permitir que as pessoas produzissem e consumissem o que desejassem, levaria automaticamente a harmonização da sociedade. A mão invisível, nesse sentido era uma consequência do funcionamento das leis naturais, conforme Smith.

Assim, tais ações se encaixam e formaram um conjunto de mecanismos que levam a melhora em suas vidas e ao progresso da sociedade como um todo. Esse conceito de mão invisível do mercado acabaria se tornando fundamental para a doutrina do liberalismo.

Em última instância para Smith (1983), o que vai gerar a riqueza das nações é o fato de cada indivíduo procurar o seu desenvolvimento e crescimento econômico pessoal. O autor criticou fortemente os postulados do mercantilismo em sua obra "A riqueza das Nações", segundo ele o mesmo seria uma "economia a serviço do príncipe". Ainda de acordo com ele a riqueza de uma nação se mede pela riqueza de seu povo e não pela riqueza dos príncipes.

"O trabalho anual de uma nação é a base que, originariamente, lhe fornece tudo o que é necessário e útil à sua sobrevivência, e que consiste ou no produto imediato desse trabalho, ou no que é obtido de outras nações através dele" (SMITH, 1983, p. 27).

Munido dessa convicção, Smith, passa a visualizar na divisão do trabalho a causa principal do desenvolvimento econômico pelo efeito que provoca no aumento da produtividade do trabalho, na própria base da divisão do trabalho se encontra a possibilidade das trocas, Smith deduz com extrema pertinácia que a divisão do trabalho tem seus limites na maior ou menor extensão o mercado (LIMA, 1986, p. 198).

Smith (1983) recorre ao uso de leis gerais para afirmar que os homens possuem uma tendência natural a realizarem trocas pois são munidos de duas faculdades, a razão e a fala, que são puramente humanas. Lima (1986) destaca que a propensão as trocas não estão vinculadas as características de uma determinada organização social, mas é fruto de uma manifestação natural dos indivíduos, o que torna a existência do mercado esvaziada de todo seu conteúdo histórico.

Assim, argumenta Lima (1986), torna-se fácil defender o liberalismo econômico, uma vez que qualquer restrição ao aumento das trocas iria contra a tendência natural humana de realizar trocas, o que por sua vez prejudicaria o aprofundamento da divisão do trabalho, acarretando uma perda na produtividade do trabalho, o que seria também uma restrição ao crescimento econômico.

De acordo com Smith (1983) "Impostos que vierem a prevenir, ou mesmo reduzir a importação. são evidentemente tão destrutivos das rendas alfandegarias quanto a liberdade de comércio".

Com base no exposto acima fica evidente a razão pela qual o autor defende o livre comércio.

Smith, na visão de Possas (1997), desloca o eixo de explicação da riqueza que antes se dava no comércio na visão dos mercantilistas trazendo para o campo da produção, especificamente o campo da produtividade. De acordo com a mão invisível, os indivíduos ao buscarem seus próprios interesses como por exemplo ficar mais ricos se especializaram em uma atividade particular, aprofundando a divisão do trabalho, elevando a produtividade e assim contribuindo para o enriquecimento da nação. A elevação da produtividade beneficiária a todos.

Um ponto relevante a se destacar é que esse conceito de mão invisível, que guiaria a sociedade a um ótimo social, parece não funcionar na presença das falhas de mercado, que como o próprio nome diz, conduz a uma situação que é ineficiente do ponto de vista econômico e que as forças de mercado não são capazes de

superar, esse ponto acabou se tornando uma justificativa de muitos autores para defenderem a intervenção estatal na economia como forma de correção de tais falhas, apenas.

O entendimento quanto ao papel da moeda tanto em Smith quanto em Ricardo, além de outros, já ressaltava algumas premissas que compõem o chamado quantitativismo. Dentre elas, os axiomas da funcionalidade, no qual a moeda é entendida somente em suas funções de troca e unidade de conta, da controlabilidade, em que se considera que a oferta de moeda é exógena isto é controlada pelas autoridades monetárias e o da causalidade, do qual se conclui que o valor da moeda varia em proporção inversa à quantidade, implicando, então que o nível de preços resulta da quantidade de moeda. Esses axiomas dão sentido a Teoria Quantitativa da Moeda discutida a seguir.

1.1.2 Teoria Quantitativa da moeda¹

Antes de discutir os modelos, seus pressupostos e implicações, é necessário tratar da questão do quantitativismo, que é algo que se encontra presente tanto nos liberais clássicos quanto nas teorias liberais mais recentes. Trata-se de um componente importante para a formulação e a estruturação do pensamento liberal, cujo entendimento depende da compreensão deste ponto.

Muitas vezes a TQM é tratada como sendo algo liberal de fato, e por isso rejeitada por outras escolas, o quantitativismo já evoluiu bastante, mas em suas versões mais antigas ela presumia que o mercado define uma posição ótima para a economia.

A teoria quantitativa é uma hipótese sobre a causa raiz das mudanças no poder de compra da moeda, de acordo com essa teoria, mudanças no valor do dinheiro são determinadas principalmente por alterações na quantidade de moeda em circulação.

Quando o dinheiro se torna abundante, seu valor ou seu poder de compra diminui, isso implica dizer que os preços médios das commodities se elevam, o contrário também é verdadeiro, ou seja, se o dinheiro se torna mais escasso, seu valor ou poder de compra se eleva.

A partir da conclusão, decorrem proposições que se inter-relacionam, que são

¹ A explicação, conclusão e as proposições da TQM foram embasadas no artigo de Humphrey (1974), sendo a tradução de minha autoria.

igualmente importantes para o entendimento das teorias liberais e por isso serão discutidas a seguir:

1.1.2.1 O postulado da proporcionalidade

O preço (P) varia na mesma proporção da variação da quantidade de moeda(M). Essa proposição se baseia na ideia clássica de que as pessoas detêm uma quantidade de moeda para fins transacionais constante, quando se analisa em termos reais, supondo que a renda esteja em seu nível de pleno emprego.

Os agentes observam para o poder de compra de seus saldos e não para o valor monetário deles, assim sendo o nível de preços deve variar proporcionalmente a variação da oferta nominal de moeda, pois desta forma o saldo real dos agentes permaneceria inalterado.

O postulado da proporcionalidade implica que a demanda real por moeda seja estável, e a velocidade consequentemente também seria, caso isso não se verifique, não seria possível assegurar a relação proporcional entre M e P.

1.1.2.2 O papel causal do dinheiro

Ao se analisar a relação causa e efeito, a oferta nominal de moeda seria a variável causadora ou explicativa das alterações no nível de preços, a última seria a variável dependente do modelo.

A relação entre preços e a oferta de moeda se dá por meio de um ajuste dinâmico, pois um aumento de M em um contexto em que a demanda por moeda é estável fará com que a oferta de moeda seja maior do que a demanda, esse desequilíbrio invocará forças que fariam P também mudar. Esse processo de ajustamento de P pode ocorrer por dois canais principais.

O primeiro canal é direto, seria o caso em que, como as pessoas iriam deter mais dinheiro do que gostariam, elas acabariam gastando mais, demandando bens como uma forma de ajustarem seus saldos ou balanços até o nível desejado. Ao aumentarem seus gastos, considerando que a economia esteja inicialmente em equilíbrio em seu nível de pleno emprego, haverá pressão de demanda, que elevaria os preços dos bens até que os saldos reais dos agentes retornem ao seu nível desejado.

Em relação ao segundo canal ou mecanismo de transmissão do ajustamento, ele seria indireto, pois outras variáveis seriam afetadas antes do preço, no caso de expansão monetária isso causaria a princípio uma redução das taxas de juros,

haveria um estímulo para as despesas com investimento, pressionando os preços para cima.

1.1.2.3 O postulado da neutralidade

Apenas durante o período de ajustamento (se houver), que alterações em variáveis nominais afetariam as reais, pois as últimas seriam determinadas por condições não monetárias, sendo, portanto, invariáveis a quantidade de dinheiro.

Por esse motivo a moeda pode ser considerada neutra no longo prazo, seria apenas um véu que encobre, mas não afeta a operação da economia real, o efeito real de uma expansão monetária seria apenas temporário, e no longo prazo quando a economia se adaptasse a nova oferta de dinheiro ele desapareceria.

1.1.2.4 Teoria monetária do nível de preços

O nível de preços é determinado predominantemente pela quantidade de moeda, a instabilidade de preços decorre principalmente de causas monetárias, ainda que estas não sejam a única causa de tais perturbações. A inflação ou deflação por exemplo seriam causadas por erros na condução da política monetária.

Esse quarto postulado se refere ao nível geral de preços, e não aos preços relativos. Os últimos podem ser afetados por fatores não monetários como por exemplo alterações na produção de determinada commodity que afetem a oferta total desse bem, isso por sua vez causaria alterações no preço do produto. Apesar disso, esse movimento de alta de preços de um único bem seria compensado por queda de outros, assim o nível geral de preços se manteria constante.

Os choques monetários seriam os principais causadores de alterações no nível geral de preços

1.1.2.5 O estoque de moeda é exógeno

A oferta nominal de moeda não é determinada pela demanda, e sim pela autoridade monetária, os saldos nominais dos agentes seriam assim como a oferta de moeda, de determinação exógena. Em relação aos saldos reais dos agentes, estes devem ser considerados como uma variável endógena determinada pela demanda dos indivíduos.

1.1.3 Quantitativismo²

Foi na escola clássica, de acordo com Humphrey (1974) que a TQM se tornou a estrutura padrão para análise de problemas monetários e para a formulação de recomendações práticas de política monetária.

A demanda por moeda depende apenas do motivo transação, ou seja, não há retenção de moeda como reserva de valor.

Versão Cambridge:

$$M = Md$$

$$Md = kPY$$

$$M = kPY$$

Em que M é a quantidade de moeda, Y a renda, P o nível de preços e k a velocidade.

Como k é constante e a renda (Y) está em seu nível de pleno emprego devido a função de produção e o mercado de trabalho é competitivo, então M determina P .

Versão Fisher:

$$MV = PY$$

$$M = VPY \text{ ou } P = MV/Y$$

V é o número médio de vezes em que uma unidade monetária circula para adquirir bens finais, a velocidade seria equivalente ao k .

Renda real, salário real e emprego são invariáveis em relação a quantidade de dinheiro. A renda real é determinada pela função de produção agregada do modelo, que é dada por:

$$Y = AF(K, L)$$

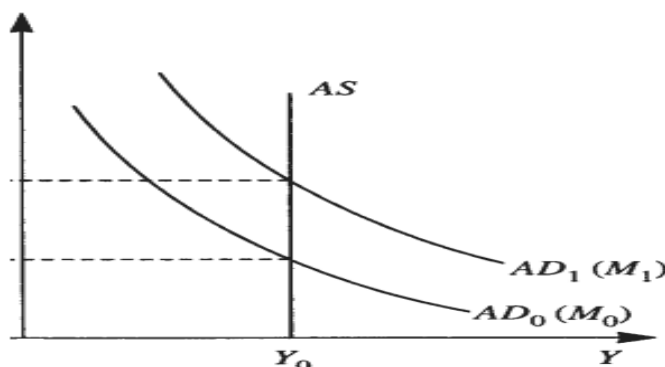
Uma ideia fundamental que está por trás do pensamento clássico é a Lei de Say, na qual o ato de produção cria renda e poder de compra, então não existiriam obstáculos do lado da demanda para o pleno emprego. Como oferta e demanda seriam necessariamente iguais, e essa igualdade se daria exatamente sobre o ponto de pleno emprego dos fatores de produção, o dinheiro seria apenas um meio de troca ou um véu que encobre as reais forças da economia.

Partindo de um equilíbrio um aumento na oferta de moeda gera um desequilíbrio no qual a oferta passa a ser maior do que a demanda, dessa forma

² A exposição das ideias clássicas foi baseada no capítulo 2 da obra de Snowdon and Vane (1998),

para que o equilíbrio seja novamente atingido os preços devem aumentar. Os preços aumentam pois os agentes estarão com mais dinheiro do que desejam e com isso a demanda por bens se eleva, como a oferta já está em seu nível de pleno emprego isso força um aumento dos preços.

Figura 1 – Deslocamento da Demanda Agregada



Fonte: Adaptado de SNOWDON and VANE (1998)

No gráfico de oferta e demanda agregada dos clássicos a oferta é vertical ou totalmente inelástica, indicando que a renda real não depende do nível de preços, já a demanda agregada é derivada de $MV=PY$.

Considerando uma situação em que a autoridade adote expansão monetária visando expandir o produto, esse aumento da oferta gera inicialmente um desequilíbrio no mercado monetário, há depois um deslocamento da DA para a direita pois ela aumentou, como a oferta já está em seu nível de pleno emprego pressiona-se o nível de preços para cima, o que por sua vez reduz o salário real no mercado de trabalho e cria um novo desequilíbrio só que dessa vez no mercado de trabalho, no qual passa a haver um excesso de demanda por trabalho, isso eleva o salário nominal até que o salário real de antes seja novamente atingido.

Ou seja, a intervenção do governo apenas gerou mais desequilíbrios, inicialmente no mercado monetário, depois no mercado de bens, e posteriormente no mercado de trabalho, logo após os ajustes de preços e salários nesses mercados diante da nova quantidade de moeda em circulação se notará que a economia continuará com o mesmo nível de renda e salário reais, porém com o nível de preços e salários nominais mais elevados.

Somente na situação de excesso de intervenção ou na existência de monopólio, que o mecanismo preço faltaria em colocar a economia no pleno emprego. Esse ajuste imediato da economia via preços constitui o centro nevrálgico da teoria clássica, a partir do qual se conclui que a moeda não teria efeitos duradouros ou reais se quer no curto prazo.

1.2 A Revolução Keynesiana³

A Revolução keynesiana aconteceu a partir da grande depressão, evento no qual as ideais clássicas não foram capazes de explicar a recessão, o funcionamento da economia nos moldes do livre mercado foi visto como uma das causas da crise na visão dos autores desta revolução. No cerne da visão de Keynes, existe o entendimento de que o capitalismo é por sua natureza instável, por outro lado ele também identifica a tendência desse sistema de se manter abaixo do pleno emprego por longos períodos, essa instabilidade se daria em razão de flutuações na demanda agregada.

Keynes discorda da existência de uma mão invisível que torna a busca do interesse próprio em um ótimo social, na teoria geral, o autor busca entender o que determina em qualquer momento a renda nacional, esta depende do nível de emprego e o equilíbrio macroeconômico é consistente com o desemprego involuntário. Então, a economia poderia ficar em equilíbrio abaixo do pleno emprego, com mão de obra ociosa.

Na visão keynesiana a economia não está inicialmente no pleno emprego portanto possui capacidade ociosa, isto é a oferta agregada da economia no curto prazo é perfeitamente elástica, ou seja, horizontal, assim aumentos da demanda agregada por exemplo via expansão monetária irão trazer aumentos de renda, emprego e preços pelo menos até que o pleno emprego seja atingido.

No modelo clássico é a produção que gera renda e aumenta o consumo já em Keynes é o aumento do consumo que aumenta a renda e a produção, mais consumo geraria mais produção. Os keynesianos invertem a Lei de Say, ou seja, toda demanda cria sua própria oferta, no mundo abaixo do pleno emprego que seria a situação normal é a demanda que cria oferta e não o contrário.

Keynes trata o caso clássico como um caso especial de sua teoria, o caso em

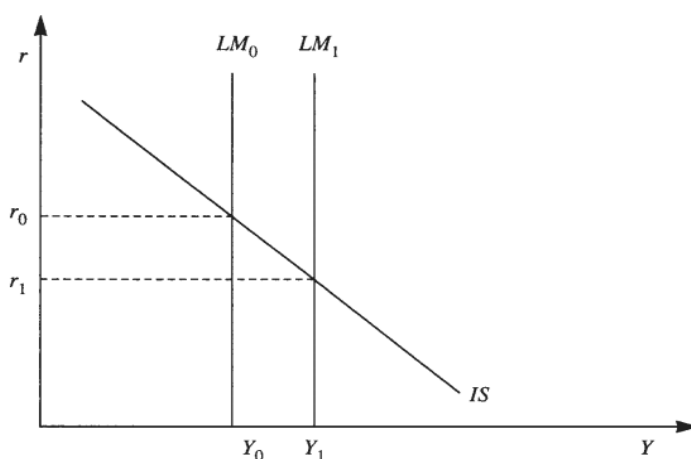
³ A exposição das ideias de Keynes foi baseada no capítulo 2 da obra de Snowdon and Vane (1998), sendo a tradução de minha autoria.

que há pleno emprego, e que a oferta agregada é exatamente igual a demanda agregada, porém isso não é muito comum de acordo com ele. As flutuações no capitalismo decorrem da variação do investimento que por sua vez afeta o emprego. Keynes discorda que a concorrência e os salários e preços perfeitamente flexíveis no mercado de trabalho garantam o pleno emprego, de acordo com o autor não é razoável supor que salários sejam flexíveis em democracias onde os acordos são feitos de forma descentralizada, ele discorda ainda que a flexibilidade nos salários e preços seja um mecanismo que garanta o equilíbrio.

Na abordagem do equilíbrio geral de Walras usada pelos clássicos existe a ideia de preços e salários perfeitamente flexíveis, já a economia keynesiana é caracterizada pela rigidez deles. Assim o mecanismo de ajuste não são os preços e salários e sim a renda. Havendo rigidez dos salários um choque de demanda pode afetar a renda real e o emprego segundo Keynes, assim ele defende uma atuação ativa do governo. O governo pode, portanto, atuar por meio de uma política de impostos, alterando a taxa de juros ou aumentando seus gastos.

A relação entre expansão monetária e aumento da demanda efetiva é indireta e funciona via taxas de juros, investimento e multiplicador. O investimento depende da eficiência marginal do capital e das taxas de juros. Uma expansão monetária gera aumento do investimento via redução nas taxas de juros, assim há um aumento do emprego no setor de bens de K, os novos empregados no setor de bens de K irão aumentar a demanda por bens no mercado de bens, esse aumento de demanda irá gerar aumento de gastos nesse setor também por isso no final do processo a renda aumentara mais do que proporcionalmente ao aumento do investimento. Nesse trecho está contida a ideia do chamado multiplicador de gastos.

Figura 2 – IS/LM Keynesiano



Fonte: Adaptado de SNOWDON and Vane (1998)

Uma das hipóteses mais importantes desse modelo é que os investimentos são elásticos ou sensíveis a alterações nas taxas de juros.

Keynes rejeita que a taxa de juros seja um prêmio por abrir mão do consumo no presente, a determinação dela para ele é um fenômeno puramente monetário e que envolve a preferência por liquidez, além da demanda por motivo transação há o motivo especulação e precaução, para Keynes a taxa de juros é a recompensa por abrir mão da liquidez.

A preferência pela liquidez (demanda por moeda) pode variar, em razão do motivo especulação que envolve incerteza, portanto a velocidade de circulação pode não ser constante como dizem em os clássicos. Na TQM assumindo que Y e V mudem isso quer dizer que alterações em M podem alterar P , Y ou V , então a neutralidade do dinheiro não está garantida. A taxa de juros pode ser afetada por alterações na demanda ou oferta de moeda o que por sua vez afetará o produto e o emprego, então a moeda não é neutra, uma política monetária expansionista pode ser utilizada para baixar as taxas de juros e estimulando investimento o que pelo efeito multiplicador afetará a renda.

O mecanismo de ajuste via preços defendido pelos clássicos pode não funcionar, na presença de armadilha da liquidez que impede que os juros caiam, o mecanismo de preços poderia falhar em afetar a demanda agregada, assim como uma deflação nos preços afetaria as decisões de investimento dos empresários.

Keynes concorda que a partir do momento que a economia chega ao pleno emprego políticas monetárias expansionistas irão trazer apenas inflação.

1.3 A "contrarrevolução" Monetarista de Friedman⁴

O pensamento monetarista foi se desenvolvendo ao longo dos anos, iniciando entre os anos 50 e 60 com sua aproximação com a teoria quantitativa da moeda, posteriormente nos anos 60 foi incorporada a curva de Phillips aceleracionista, e por fim no início dos anos 70 a teoria de determinação das taxas de câmbio.

O primeiro passo da teoria monetarista foi reviver a TQM que havia sido usurpada pela revolução keynesiana. Friedman (1956) buscou restabelecer a TQM (versão Marshalliana/Cambridge) como uma teoria de demanda por moeda ao invés de uma do nível geral de preços.

$$M = Md = kPY, \text{ sendo } V = 1/k$$

1.3.1 A demanda por moeda

$$Md/P = f(Yp, r, Pe, u)$$

A demanda por moeda seria maior *ceteris paribus*, quanto maior fosse a renda permanente (Yp), menor fosse o rendimento de outros ativos financeiros (r) e quanto menor fosse a inflação esperada (Pe). A demanda por moeda poderia ser afetada também por mudanças nas preferências do consumidor (u).

Os keynesianos atacaram a TQM, argumentando que a velocidade de circulação da moeda (V) não seria constante, e sim pró cíclica, na medida em que a renda se alterasse. Eles baseavam seu raciocínio na noção de renda corrente, que é diferente da renda permanente de Friedman.

Quando se considera a renda permanente, que é muito menos volátil que a corrente, a velocidade seria sim constante, Yp possui componentes de expectativas em relação a ganhos médios esperados a longo prazo, esse conceito novo de renda foi uma das grandes inovações introduzidas pelo pensamento monetarista.

Os indivíduos maximizadores iriam realocar sua riqueza entre os diferentes ativos sempre que os retornos esperados fossem diferentes. E esse processo de ajustamento de portfólio constitui um processo central da explicação monetarista do mecanismo de transmissão, no qual alterações no estoque de dinheiro afetam variáveis reais.

A situação de equilíbrio seria dada quando a riqueza está distribuída entre ativos financeiros e reais, na medida em que retorno esperado dos dois sejam

⁴ A exposição das ideias Monetaristas foi baseada no Capítulo 4 da obra de Snowdon and Vane

iguais.

Partindo dessa situação uma operação de mercado aberto expansionista promovida pela autoridade monetária na qual ela compra títulos, o dinheiro nas mãos do público iria aumentar, assumindo que o retorno de qualquer ativo diminui na medida em que mais se retém dele, o retorno da moeda iria cair. Esse excesso de moeda seria trocado por outros ativos financeiros ou reais, como por exemplo bens de consumo duráveis, assim os preços dos últimos iriam aumentar até que o equilíbrio do portfólio fosse novamente atingido, isto é, quando todos os ativos voltassem a ter retornos iguais.

Na visão de Friedman (1956) a demanda por moeda deve ser orientada apenas por fatores que envolvam o longo prazo e não por fatores transitórios.

Uma das principais hipóteses que está por trás dessa ideia de Friedman (1956), é que a elasticidade juro da demanda por moeda é baixa, isto é, o autor se baseia em países de baixa taxa de juros para afirmar que esta possui efeito reduzido sobre a demanda por moeda.

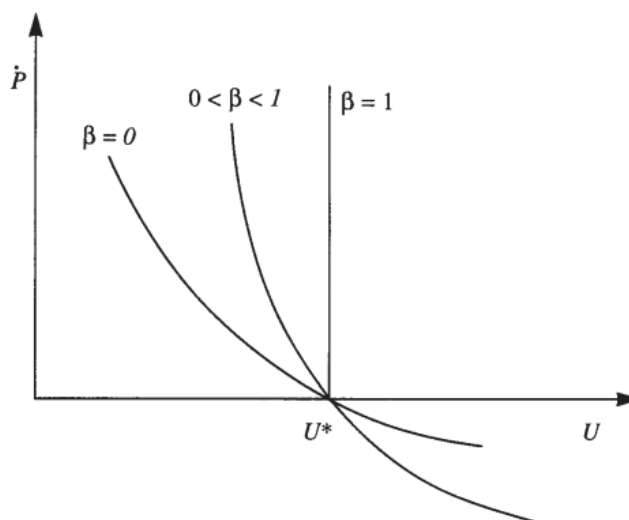
Então a função demanda por moeda pode ser considerada estável, ou pelo menos previsível, nesse sentido a velocidade também seria. Neste ponto o autor se aproxima da ideia clássica, ainda que para ele a velocidade não seja exatamente constante, mas sim previsível de acordo com Carvalho (2015).

Além da velocidade constante, o autor monetarista supõe que o retorno real de outros ativos não seja afetado pela política monetária, então esses retornos poderiam ser considerados constantes, sendo essas 2 hipóteses verdadeiras a teoria quantitativa da moeda seria válida.

Diante de uma demanda por moeda estável, Friedman (1956) considera que as instabilidades econômicas são devidas as alterações na oferta de moeda promovidas pelas autoridades monetárias. Assim conclui o autor que as políticas monetárias discricionárias poderiam apenas trazer mais instabilidades ou na melhor das hipóteses serem inócuas. Dever-se-ia, portanto, definir uma regra de crescimento da oferta monetária de acordo com o crescimento do produto, a fim de garantir a estabilidade de preços no longo prazo.

1.3.2 Curva de Phillips Aceleracionista

Figura 3 – Curvas de Phillips no Modelo Monetarista



Fonte: Adaptado de SNOWDON and VANE (1998)

$$W = f(U) + \beta Pe$$

A taxa de crescimento dos salários é igual ao estado de excesso de demanda, que é representado por uma *proxy* do nível de desemprego somado a taxa esperada de inflação.

Friedman (1968) critica a interpretação keynesiana da curva de Phillips, segundo ele não há *trade-off* no longo prazo entre desemprego e inflação, na medida em que β seja igual a unidade. Ou seja, a taxa de desemprego retorna ao seu nível natural no longo prazo, porém apenas os níveis de preços e salários se alteram, podendo ser maior em caso de expansão monetária ou menor em caso de contração monetária. O autor defende que no longo prazo a curva de Phillips é vertical exatamente na TND.

Ao introduzir o componente de inflação esperada haveria, portanto, várias curvas de Phillips de curto prazo, cada uma associada com um nível de inflação esperada.

Partindo de uma situação de equilíbrio, onde a taxa de desemprego seja igual a taxa natural assumindo que a autoridade monetária promova uma expansão monetária a fim de reduzir o desemprego, via aumento da demanda agregada como propõe Keynes. Haveria um excesso de demanda nos mercados de produtos e de trabalho, isso pressionaria para cima salários e preços na economia. Como inicialmente os trabalhadores não esperam nenhuma elevação de preços, o

aumento nominal de salários será interpretado como aumento real, assim os trabalhadores irão ofertar mais trabalho, via redução no desemprego voluntário, há uma ilusão monetária.

O efeito é, portanto, temporário, e dura apenas até os trabalhadores notarem que não houve aumento real de salários, a partir desse momento a taxa de desemprego retorna ao seu nível natural. Assim Friedman (1956) chega a mesma conclusão que os clássicos, na qual a moeda é neutra no longo prazo, apesar dela pelo menos no curto prazo ter efeitos reais.

De acordo com Carvalho (2015) o pensamento de Friedman é composto por 3 princípios basilares que são: taxa natural de desemprego (TND), expectativas adaptativas e curva de Phillips aceleracionista. O pensamento monetarista considera que na ausência de intervenções macroeconômicas a economia tende ao equilíbrio, entenda-se, ao pleno emprego, onde a taxa de desemprego é exatamente igual a taxa natural.

É interessante notar que, em relação a teoria clássica, Friedman apresenta algumas semelhanças e diferenças importantes. A noção de que a economia tende ao equilíbrio em torno do pleno emprego é uma das similitudes. A questão da neutralidade da moeda permanece ainda que a sua explicação se dê por outros motivos, porém há uma mudança muito importante, agora admite-se a possibilidade de a moeda ter efeitos reais no curto prazo, já que os agentes sofrem com ilusão monetária. Existe um *lag* causado pelas expectativas adaptativas dos agentes. A questão da velocidade da moeda também é explicada de maneira diferente, sendo para os clássicos constate e para os monetaristas previsível.

1.3.3 Expectativas Adaptativas

A hipótese de expectativas adaptativas ou *error-learning expectations*, considera que os indivíduos formulam suas expectativas de inflação baseados exclusivamente no período anterior, por esse motivo é chamada também de *backward-looking model*.

$$P_t^e - P_{t-1}^e = \alpha(P_t - P_{t-1}^e)$$

Uma implicação importante do modo de pensar monetarista, assumindo a curva de Phillips horizontal no longo prazo é que: Se o governo quiser manter permanentemente a taxa de desemprego abaixo da taxa natural, será necessário que as autoridades aumentem constantemente a taxa de expansão monetária,

enganando os agentes período a período, e isso significa que haverá aumentos da inflação a cada intervalo de tempo.

Essa situação em que o governo se sente impelido a adotar políticas expansionistas para se beneficiar da curva de Phillips aceleracionista é chamada de viés inflacionário.

A única taxa de desemprego para qual a inflação permanece constante é a TND, que pode ser entendida de acordo com Friedman (1968) como a taxa que garante o equilíbrio no mercado de trabalho levando em consideração as suas características estruturais. Ela pode ser calculada através da somatória da taxa de desemprego ficcional com a taxa de desemprego voluntário. A ilusão monetária age exatamente sobre o desemprego voluntário, pois o aumento nominal dos salários é interpretado como aumento real e então o desemprego voluntário diminui pois alguns passarão a considerar vantajoso trabalhar por esse novo nível de salário, então a oferta de trabalho aumenta.

A ideia de que não existe *trade-off* no longo prazo entre inflação e desemprego, foi corroborada nos anos 70 pela "estagflação" que ocorreu nos EUA e Reino Unido, a política monetária falhou em manter o desemprego em níveis baixos, havia elevada inflação e desemprego de acordo com Friedman (1968).

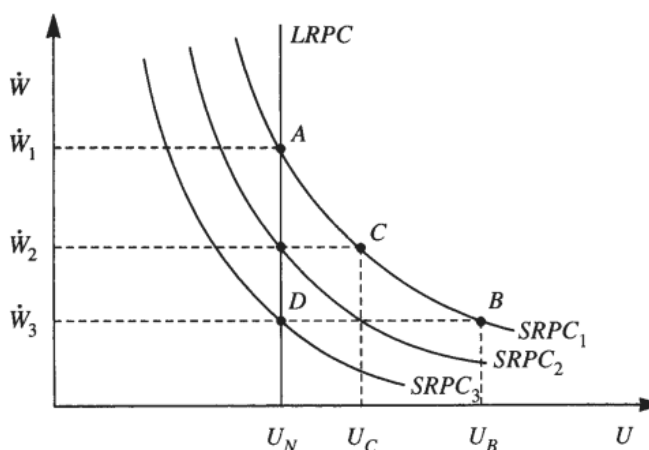
Com base no exposto acima, Friedman (1970) sugerem que, a inflação é sempre e em qualquer lugar um fenômeno monetário, ou seja, que só pode ser produzido se a taxa de crescimento da oferta de moeda for maior do que o crescimento da renda (que eleva a demanda). Essa noção de inflação como sendo um fenômeno monetário está fortemente ligada aos postulados da TQM, que foram ressuscitados pelos monetaristas.

Assim, para reduzir a inflação é necessário reduzir a taxa de expansão da oferta de moeda, o que por sua vez eleva o desemprego. O dilema que as autoridades enfrentam está em: reduzir a inflação rapidamente exige elevada contração monetária, o que irá trazer elevado desemprego ou reduzir mais lentamente a custo de um desemprego menor.

1.3.4 Tratamento Gradualista e de Choque

Considerando a economia inicialmente no ponto A, onde a taxa de inflação esteja muito elevada.

Figura 4



Fonte: Adaptado de SNOWDON and VANE (1998)

Tratamento de Choque: Redução dramática da taxa de crescimento da oferta de moeda, leva a economia do ponto A para o ponto B, onde o desemprego é bem superior a TND, como partimos de uma situação de equilíbrio onde os agentes não esperam nenhuma inflação, a deflação que ocorrerá será entendida como uma redução real dos salários, e portanto o desemprego voluntário aumenta, ao notar que os preços dos produtos caíram também o desemprego retorna ao seu nível natural e a economia estará com um nível de preços e salários mais baixos. Como a inflação foi menor do que a esperada isso desloca a curva de Phillips de curto prazo para dentro de SRPC₁ para SRPC₃. Então foi possível reduzir a inflação rapidamente, porém com um custo elevado em termos de desemprego.

Tratamento Gradualista: Redução na taxa de crescimento da oferta de moeda (em proporção inferior ao tratamento de choque) colocando a economia no ponto C, onde a taxa de desemprego é maior que a TND, mas nem de longe é tão elevada quanto no tratamento de choque. A curva de Phillips de curto prazo é deslocada para dentro de SRPC₁ para SRPC₂, haverá uma nova redução da taxa de crescimento da oferta de moeda que acabará elevando o desemprego novamente e colocando a economia no ponto D.

Os movimentos da curva de Phillips de curto prazo ocorrem quando os agentes ajustam suas expectativas diante de um evento inesperado, os movimentos

para esquerda significam que os agentes estão revisando para baixo suas expectativas de inflação, já para a direita implica em revisão para cima de suas expectativas.

Friedman (1956) ao condenar o uso de políticas do lado da demanda, e mostrar que essa não tem efeitos duradouros, considera que se o governo quer realmente reduzir a taxa de desemprego ele deve reduzir a TND, e isso exige políticas do lado da oferta, que sejam capazes de mudar efetivamente as estruturas tanto do mercado de trabalho quanto do mercado de bens.

Em relação as políticas de estabilização, os monetaristas se mostram contrários, uma vez que segundo eles, elas podem acabar desestabilizando ainda mais a economia. Nesse ponto fica claro também a ideia de que a economia tende por meios próprios ao equilíbrio. O Banco central deve priorizar o controle da inflação, sendo este seu principal objetivo no manejo da política monetária.

1.4 Novo-clássicos⁵

Nos anos 70 durante o período que ficou conhecido como a "estagflação", ressurgiu a noção de que uma economia de mercado seria capaz de garantir a estabilidade econômica, evitando a discricionariedade da política monetária e fiscal que eram vistas como as causas do baixo crescimento e elevada inflação que havia na época.

Os novo-clássicos, ou os membros da escola das expectativas racionais como também são conhecidos, reviveram a noção de que a economia deveria ser analisada através do equilíbrio, isto é, equilíbrio de mercado, no qual preços seriam perfeitamente flexíveis e se ajustariam imediatamente. É nesse ponto que os novo-clássicos incorporam um elemento dos clássicos, sendo esse também o ponto mais controverso dessa escola do pensamento.

Na visão novo-clássica a economia se encontraria em um equilíbrio de mercado contínuo, outro aspecto importante dessa escola do pensamento são as expectativas racionais, que foram desenvolvidas e aplicadas aos modelos macroeconômicos por Robert Lucas, o principal autor dessa vertente econômica.

Os novo-clássicos representaram um desafio muito maior ao *mainstream* Keynesiano do que os próprios monetaristas que fizeram a contrarrevolução. Apesar

⁵ A exposição das ideias Novo-clássicas foi baseada no Capítulo 5 da obra de Snowdon and Vane (1998), sendo a tradução de minha autoria.

de serem consideradas ortodoxas, os novo-clássicos e monetaristas constituem correntes do pensamento distintas, ainda que eles possuam algumas aproximações entre si, como por exemplo a noção monetarista de inflação, que foi reaproveitada pelos novo-clássicos, mas apresentam também diferenças importantes como por exemplo no que se refere a metodologia.

Aceitar a noção de inflação dos monetaristas significa, portanto, também aceitar a conclusão da TQM e os seus postulados, uma vez que estes estão relacionados.

Dentre as principais características que definem a escola novo-clássica estão: Equilíbrio Geral de Walras, agentes econômicos racionais e otimizadores, as firmas maximizam seus lucros, os agentes não sofrem de ilusão monetária, os agentes só consideram efeitos reais para tomar decisões de otimização e a hipótese de que preços e salários sejam perfeitamente flexíveis. Esses pressupostos implicam em dizer que a quantidade de moeda deve ser neutra.

Também cabe ressaltar que os novo-clássicos tem uma diferença importante em relação aos clássicos, pois consideram que existe uma assimetria na informação, ou seja, rejeitam a hipótese de informação perfeita.

1.4.1 Expectativas Racionais

As expectativas racionais foram muito importantes, tendo em vista que possibilitaram a superação das expectativas adaptativas, o cometimento de erros sistemáticos por parte dos agentes era algo que não era compatível com o modelo novo-clássico no qual agentes tomam decisões através de cálculos racionais.

De forma algébrica os agentes calculariam suas expectativas de inflação de forma racional da seguinte forma:

$$P_t^e = E(P_t | \Omega_{t-1})$$

A expectativa racional de inflação (P_t^e) depende da taxa atual de inflação (P_t) e da informação disponível no período anterior (Ω_{t-1}). Dizer que os agentes formulam expectativas racionais não significa dizer que eles acertem sempre suas expectativas, ou seja, eles podem sim cometer erros sistemáticos, a diferença é que esses erros que eles cometem são corrigidos, isto é, uma vez cometido, os agentes aprendem com seus equívocos e não os cometem mais, alteram a maneira como formulam suas expectativas, eliminando assim os erros sistemáticos.

Esse pode ser considerado um grande avanço em relação as expectativas adaptativas, onde os agentes formulavam suas expectativas do valor futuro de uma variável olhando exclusivamente para o passado, isso implica dizer que se essa variável não se mantivesse estável de um período para o outro, os agentes sempre teriam suas expectativas frustradas, apesar disso os agentes continuariam cometendo esses erros sistemáticos ao longo do tempo.

Em relação ao equilíbrio de mercado, o preço é dado, ou seja, nem trabalhadores, consumidores e firmas conseguem afeta-lo. Portanto há por trás dessa ideia a noção de concorrência perfeita. Nesse tipo de estrutura de mercado as firmas apenas decidem sua produção que maximize seu lucro, igualando a receita marginal ao custo marginal, o preço é determinado pelas forças de mercado (oferta x demanda). As firmas e consumidores são *price takers* ou tomadores de preços.

Sendo os preços perfeitamente flexíveis e com a possibilidade de se ajustarem rapidamente isso garantiria que a economia estaria sempre em uma situação de equilíbrio, essa hipótese do modelo novo-clássico é bastante controversa, principalmente ao assumir que todos que quisessem trabalhar encontrariam vagas no mercado de trabalho com salário igual ao salário que equilibra o mercado.

Existe outra hipótese no modelo que se refere a oferta de trabalho, ela depende de uma substituição intertemporal, que envolve substituir menos lazer hoje em razão de salários reais mais elevados, em detrimento de obter mais lazer no futuro ou vice-versa. Se o salário real hoje está acima do salário normal isso induz os trabalhadores a trabalharem mais, então as mudanças no emprego são explicadas através de decisões voluntárias dos trabalhadores, que irão afetar a oferta de trabalho.

Em relação ao mercado de bens, as empresas na análise de Robert Lucas sabem o preço dos bens que produzem, porém em relação ao nível geral de preços de todos os bens existe um *lag*, portanto as empresas ao enfrentarem um aumento de preços de sua produção, enfrentarão um dilema para entender o que esse aumento de preços significa.

Diante disso a empresa poderá optar por elevar a produção se ela interpretar que houve um aumento da demanda por seus produtos, mas se ela interpretar que se trata apenas de um aumento nominal da demanda em todos os mercados, não

haveria aumento da produção e sim aumento no nível geral de preços. Então as empresas devem distinguir as alterações de preços relativos e absoluta.

1.4.2 Função Oferta de Lucas

Com base nas hipóteses do modelo, o entendimento de Lucas pode ser expresso algebricamente por:

$$Y_t = Y_{N_t} + \alpha(P_t - P_t^e), \quad \alpha > 0$$

Na ausência de alterações nos preços atuais (P_t) em relação ao valor racional esperado pelos agentes (P_t^e), a produção da economia (Y_t) será igual ao seu valor natural (Y_{N_t}). Em caso de os preços atuais serem superiores aos esperados pelos agentes a Função de oferta "surpresa" de Lucas prevê que isso levará a um aumento tanto da produção quanto do emprego. O termo " α " designa a elasticidade da curva de oferta, quanto maior for, maiores serão os efeitos sobre as variáveis reais, de um aumento inesperado de preços.

Assim conclui Robert Lucas (1973) que países onde predomina a estabilidade de preços como os Estados Unidos, políticas que vierem a aumentar a renda nominal podem ter efeitos iniciais maiores sobre as variáveis reais, além do efeito inflacionário, já em países de preços mais voláteis como a Argentina, alterações na renda nominal estarão associadas com movimentos de preços o que faria com que não houvessem efeitos reais.

Então no modelo de Lucas, apenas uma inflação surpresa poderia levar a uma redução temporária do desemprego para níveis abaixo da taxa natural. Dizer surpresa implica em algo não antecipado pelas expectativas racionais dos agentes. Como resultado, alterações antecipadas e não antecipadas na taxa de expansão monetária irão ter efeitos muito diferentes.

A partir das 3 hipóteses principais do modelo (equilíbrio de mercado contínuo, expectativas racionais e a função de oferta agregada) surgem implicações importantes do modelo novo-clássico.

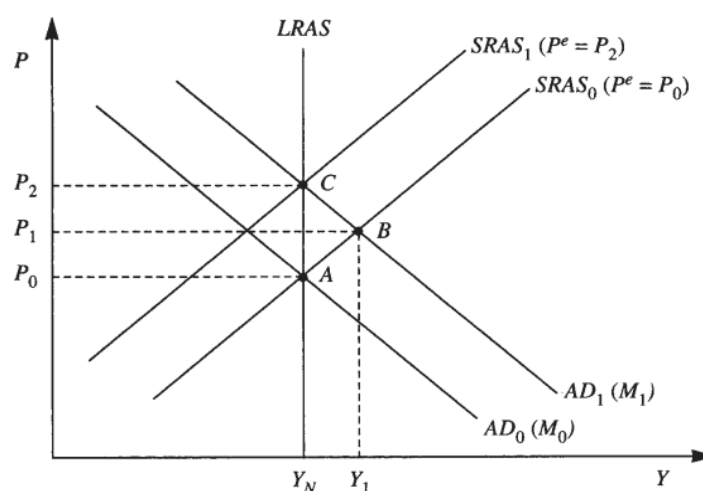
a) Inefetividade da política monetária

Se os preços são perfeitamente antecipados pelos agentes, o que significa dizer que o preço real é igual ao preço esperado, considerando que a produção e o emprego estejam em seus níveis de longo prazo (natural), se a autoridade monetária anunciar um aumento na oferta de moeda, os agentes racionais irão incorporar essa

informação na formulação de suas expectativas, o que fará com que os efeitos dessa política sejam antecipados pelos agentes.

Os agentes esperarão uma inflação mais elevada, então sabe-se que o aumento de preços é apenas nominal e não real, e então a produção e o emprego permanecerão inalterados em seus níveis naturais. A economia se moverá do ponto A para o ponto C.

Figura 5 – O Modelo Novo-clássico



Fonte: Adaptado de SNOWDON and VANE (1998)

Em caso de a autoridade monetária surpreender os agentes com uma elevação de surpresa da oferta de moeda, sem que sejam anunciadas suas intenções, os efeitos são bastante distintos. Esse aumento de preços será interpretado como sendo um aumento de preços relativos dada a assimetria da informação, e não como sendo um aumento no nível geral de preços, então os trabalhadores irão reagir elevando sua oferta de trabalho, e a produção irá aumentar. Os trabalhadores e as firmas irão interpretar esse fenômeno como sendo um aumento real da demanda por seus produtos e serviços, a economia se moverá do ponto A para o ponto B.

Os desvios do preço efetivo do preço esperado iriam causar desvios da renda efetiva da renda natural, e do desemprego efetivo em relação ao desemprego natural. Ocorre que esses desvios seriam apenas temporários, quando os agentes notarem que não houve aumento de preços relativos as variáveis retornarão ao seu nível natural, uma vez que as expectativas de preços serão corrigidas.

Como resultado importante do modelo novo-clássico temos que, se a autoridade monetária determina a oferta de moeda de acordo com uma regra de política monetária conhecida por todos, essa autoridade seria incapaz de afetar variáveis como produção e emprego se quer no curto prazo, pois como a regra é conhecida por todos e anunciada ela seria completamente antecipada pelos agentes. Podemos exemplificar essa ideia, ao considerar dois casos, o primeiro em que a regra define uma taxa de crescimento monetário da ordem de 6% ao ano, se ela de fato crescer apenas 6% isso não terá efeitos reais, mas se ela acabar crescendo 8%, haverá um componente que não foi antecipado pelos agentes, e este causará efeitos nas variáveis reais.

b) Os custos reais da desinflação

Como mencionado anteriormente os novo-clássicos compartilham com os monetaristas a mesma explicação para a inflação, isto é, seria um fenômeno puramente monetário e que se propagaria pelo excesso de crescimento da oferta de moeda. No modelo novo-clássico ao contrário do Keynesiano e Monetarista, seria possível reduzir a inflação sem causar aumento no desemprego e redução da produção (razão de sacrifício igual a zero), uma vez que a autoridade monetária ao anunciar uma contração monetária, iria fazer com que os agentes racionais dotados dessa informação revisassem para baixo suas expectativas de inflação. Com isso, os novo-clássicos não entram no dilema proposto pelos monetaristas em relação ao tratamento gradual ou tratamento de choque da inflação.

c) Independência do Banco Central

Ao assumir como correto o pensamento de Kydland & Prescott (1977) de que as políticas discricionárias levam a inflação, é preciso criar uma maneira de evita-las, sendo a independência do Banco Central a principal delas, este que deve ter objetivos anti-inflação explícitos. O grande benefício do BACEN independente seria alcançar uma desinflação com uma baixa razão de sacrifício. Esse tema será abordado com mais detalhes no próximo capítulo.

1.5 Conclusão

As três escolas apresentam em comum diversos elementos, a iniciar pela hipótese de *market clearing*, isto é, preços e salários perfeitamente flexíveis, uma hipótese que pode ser considerada esdruxula por muitos autores, mas ela é usada pois os liberais dão um destaque enorme ao sistema de preços, que para eles se

trata de um mecanismo extremamente eficiente de comunicação e coordenação entre milhares de indivíduos sejam eles produtores ou consumidores ao redor do mundo. O preço possui um simbolismo muito grande nessas teorias, de forma que qualquer restrição a sua livre flutuação, implica em tornar esse sistema menos eficiente.

Aceitar essa hipótese significa que o sistema de preços seria sempre eficiente em intermediar distúrbios entre oferta e demanda, desta forma o mercado seria eficiente. Por meio do mecanismo de ajuste via preços a economia tenderia sempre ao equilíbrio de mercado no qual a oferta é exatamente igual a demanda.

Como o mercado teria mecanismos para atingir o equilíbrio os economistas liberais dispensam intervenções governamentais, essas que poderiam gerar mais problemas ao invés de corrigir eventuais distorções. Nesse sistema ainda está presente a noção de concorrência perfeita.

A aceitação TQM e os seus postulados são outro ponto importante de convergência entre as três escolas, uma consequência disso é a neutralidade da moeda. Em relação aos efeitos de curto prazo de uma política monetária expansionista, há um dissenso entre os liberais, para os clássicos não há efeitos reais pois o ajuste de preços é imediato, já para os monetaristas é possível haver efeitos reais enquanto perdurar a ilusão monetária, e os novo-clássicos criam um dilema no qual a política monetária pode ou não ter efeitos reais no curto prazo de acordo com o fato de ela ser ou não antecipada pelos agentes.

Já em relação aos efeitos de longo prazo de tal política existe um grande consenso de que ela gera apenas elevação no nível geral de preços, e por esse motivo não seria viável utilizá-la como instrumento de estabilização.

Outro ponto em que há consenso entre as escolas é que elas tratam apenas da moeda exógena, ou seja, admite-se que apenas o Banco Central controle a quantidade de moeda, ignorando assim a moeda endógena que pode ser criada pelos bancos privados.

Dentro desse modelo proposto pelas escolas liberais não resta outra opção a não ser a condução da política monetária de forma estável, sob pena dela interferir na tendência da economia de alcançar o pleno emprego, essa é uma conclusão importante para entender as recomendações para a condução da política monetária que serão vistas no Capítulo 2.

A economia estudada pela ótica do equilíbrio exatamente no ponto de pleno emprego nas teorias liberais contrasta fortemente com as ideias de Keynes.

A Lei de Say é algo fundamental nas teorias liberais, desempenhando um papel importante no raciocínio dessas escolas, a noção de crescimento econômico delas se dá através da expansão da oferta, e não através de estímulos a demanda que promoveriam o aumento da oferta.

Ao buscar diferenças entre os modelos, de fato aparecem várias, como hipóteses e pressupostos distintos, mas eles não alteram o grande consenso que existe entre essas escolas sobre a inviabilidade de usar a política monetária para estimular a demanda agregada.

Um exemplo disso seria que em uma entrevista Robert Lucas foi questionado se ele, um dos mais famosos autores Novo-clássicos, poderia ser considerado também um Monetarista, e Lucas respondeu que sim, pois fundamentalmente o que os separava dos monetaristas era a hipótese de expectativas racionais, mas que isso não era um problema, pois no final a conclusão seria a mesma.

Os monetaristas e novo-clássicos consideram que os ciclos econômicos, isto é, a flutuação do produto em torno do seu nível natural, se devem a choques de demanda, em especial os choques monetários de demanda que alteram os preços em relação aos preços esperados pelos agentes.

No modelo clássico não há explicação para os ciclos, tendo em vista que o produto estaria sempre no seu nível de pleno emprego independente da demanda.

Os modelos liberais são conhecidos por acreditarem que a determinação do produto e emprego se dá pelo lado da oferta (*supply-side determination of output and employment*), existe um nível de oferta associada com o produto natural, e o produto será esse independentemente do nível de demanda, no longo prazo o nível de demanda afeta apenas os preços. Não faz sentido estimular a demanda visando afetar a determinação da renda e do emprego sendo que estes são determinados no longo prazo integralmente pela oferta.

O modelo Keynesiano está incluído nesse trabalho uma vez que assim como os modelos liberais, se baseia no equilíbrio de mercado, no qual a oferta é exatamente igual a demanda, porém como no modelo de Keynes se assume certa rigidez dos salários, isso abre possibilidade para haver equilíbrio abaixo do pleno emprego, sendo que essa situação poderia perdurar por muito tempo o que por sua vez justificaria intervenções governamentais.

CAPÍTULO 2 – O PAPEL DA POLÍTICA MONETÁRIA EM UMA ECONOMIA NA QUAL A MOEDA É NEUTRA

Neste capítulo serão abordadas algumas das implicações associadas com cada escola liberal moderna e que são derivadas dos modelos teóricos vistos no Capítulo 1, além da questão do papel desempenhado pela moeda.

2.1 Monetaristas

De acordo com Friedman (1968), existe um amplo consenso dos economistas em relação aos objetivos principais da política econômica: Taxa elevada de emprego, preços estáveis e crescimento rápido. Porém esse consenso já não se verifica quando se procura entender se esses objetivos seriam perfeitamente compatíveis entre si, e há, todavia, ainda menos consenso em relação ao papel que vários instrumentos de política poderão e deverão desempenhar para a realização desses objetivos

Na visão de Senna (2010) a conclusão de Friedman tornou-se um marco na teoria econômica, essa conclusão envolvia a ideia de que havia apenas um trade-off temporário entre inflação e desemprego, mas não permanente já que no longo prazo o desemprego retornaria ao seu nível natural (TND). Para reduzir o desemprego portanto era necessário inflação crescente, e não elevada, pois com preços ascendentes os agentes seriam enganados período a período através da ilusão monetária. A partir dessa ideia conclui-se que a autoridade monetária controla apenas seu próprio passivo em termos nominas, sendo que as variáveis reais não seriam controláveis. Na teoria monetarista é explicado que não é viável se utilizar a política monetária com a intenção de afetar variáveis reais, tendo em vista a curva de Phillips aceleracionista.

O fato de não ser viável exercer controle sobre variáveis reais mediante recurso a política monetária em nada reduzia a importância desta última. A moeda era apenas uma máquina, como dizia John Stuart Mill. Mas de tipo “extraordinariamente eficiente”, acrescentava Friedman. Para isso, porém, era preciso mantê-la em bom estado. Era necessário conserva-la. Bem lubrificada, traria grandes benefícios a sociedade. O sistema econômico funciona melhor quando produtores e consumidores têm confiança na estabilidade de preços (SENNA, 2010, p. 296).

De acordo com Senna (2010), Friedman se utilizou de analogias para referir-se a política monetária, esta seria como uma corda, poder-se-ia puxá-la com o objetivo de estancar determinado processo inflacionário, mas não seria factível empurrá-la para tirar a economia de um quadro recessivo. Outro aforismo fora utilizado por Friedman para expressar o mesmo pensamento, “é possível levar um cavalo a fonte, mas não se consegue força-lo a beber”.

Segundo Senna (2010), na visão de Friedman, é na teoria keynesiana que a política monetária é condenada ao segundo plano, isto é, como algo secundário, em detrimento da política fiscal. Apesar disso o autor reitera que a política fiscal por si não afeta a inflação, vai depender de que forma essa política será financiada.

No entender de Friedman (1968), a larga aceitação das ideias keynesianas equivalia a tratar a política monetária como algo pouco relevante. Seu papel seria apenas o de manter baixas as taxas de juros, para não sobrecarregar o orçamento público. A crença nesse raciocínio teria constituído a razão da adoção de estratégias de “dinheiro barato” em bom número de países após a segunda guerra mundial (SENNA, 2010, p. 293).

Na teoria Keynesiana destaca Friedman (1968), a política monetária ao manter os juros baixos contribuiria com a “eutanasia do arrendatário”, além disso estimularia um pouco o investimento, a fim de auxiliar o dispêndio governamental a manter um alto nível de procura agregada, então conclui o autor que a moeda não seria importante.

Na visão de Friedman (1968) a Grande Depressão de 1929 corroborou a tese do poder da política monetária, e rejeita que esse evento tenha sido uma prova de sua impotência. O autor entende que esse acontecimento foi catastrófico pois o FED deixou de cumprir uma de suas atribuições, de fornecer liquidez ao sistema bancário, e permitiu uma queda enorme da base monetária.

Friedman (1968) ao defender o uso de regras claras e simples de política monetária se inspirou no pensamento de Henry Simons, que publicou um artigo sobre o tema em 1936. A ideia de regras claras era uma clara oposição ao discricionarismo.

[...] o pensamento de Simons baseava-se no entendimento de que o problema monetário da época representava “o grande desafio intelectual da fé liberal”, no sentido antigo do termo. Para os defensores desse credo, a

vida econômica deve se calcar em participação individual num jogo de regras claras, explícitas e estáveis, capazes de impor limites a ação governamental. Nesse caso exige-se do Estado a garantia do funcionamento dessas regras, segundo as quais a concorrência e a iniciativa empresarial se incumbem da produção e da distribuição dos bens e serviços demandados pela sociedade. O perigo reside em ações do governo baseadas em poder discricionário e não em regras. Essa deveria ser a grande preocupação dos estudiosos da moeda. Afinal, o setor privado não funciona adequadamente na presença de incertezas geradas pela ação de autoridades monetárias dotadas de poder discricionário (SENNA, 2010, p. 286).

Na interpretação de Senna (2010), Simons (1936) considera que devemos evitar situações em que cada empreendimento produtivo se torne, basicamente uma especulação quanto ao futuro da política monetária. A partir desse entendimento, “seriam imprescindíveis regras explícitas e estáveis, no campo monetário, para sobrevivência de um sistema econômico fundado na iniciativa privada” reitera Senna (2010, p.286).

A tão famosa tese da independência do Banco central é uma consequência dessas ideias mencionadas acima. Friedman (1968) incorporando as ideias de Simons (1936), afirma que em sociedades livres não se poderia deixar tanto espaço para o exercício de um poder discricionário. Assim sendo cabia ao Banco Central segundo o autor monetarista, se opor ou pelo menos não dar força, as ondas de opinião e acontecimentos do momento, em prol de assegurar o cumprimento de sua atribuição de garantir a estabilidade da moeda.

A política monetária, portanto, apesar de não ter efeitos reais duradouros, desempenha um papel muito importante nas teorias liberais. Ela pode não ter capacidade de recolocar a economia em equilíbrio uma vez que esta esteja fora de seus níveis naturais, ou seja ela não pode ser um instrumento de estabilização, mas é essencial para a manutenção do equilíbrio.

Através de regras claras somadas a independência do Banco Central minimizam-se as incertezas provocadas pela discricionariedade, além disso através da perseguição do maior objetivo da política monetária, o da estabilidade de preços, se mantém um ambiente favorável aos negócios, garantindo assim que o setor privado não tenha restrições para desempenhar o importante papel que detém numa economia liberal, cumprindo sua atribuição de fornecer bens e serviços, atendendo a

demanda da sociedade. Esse ambiente favorável constitui um estímulo não só para o setor produtivo privado, mas também aos consumidores.

Ou seja, a política monetária se malconduzida pode atrapalhar uma economia que esteja em equilíbrio, gerando incertezas e processos inflacionários ou deflacionários, que são absolutamente indesejáveis.

Através do uso das contas nacionais, analisando pela ótica do dispêndio de mensuração do PIB, uma política monetária bem conduzida, nos moldes mencionados anteriormente contribuiria para o crescimento sustentável das variáveis mais importantes na composição do produto, como o consumo das famílias e o investimento das empresas.

Friedman (1968) em seu artigo define 3 coisas que a política monetária poderá fazer, que serão mencionados a seguir.

O autor entende que todas as outras retrações ou recessões nos EUA, além da já mencionada Grande Depressão de 1929, tiveram origem na desordem monetária ou foram intensificadas por esta. Além disso o autor interpreta que todas as grandes inflações foram produzidas pela expansão monetária, principalmente para fazer frente às exigências superiores da guerra, que forçaram a criação de moeda a fim de complementar a tributação explícita. Nos dizeres a seguir está identificada a primeira coisa que a política monetária seria capaz de fazer.

A primeira e a principal lição que a história nos ensina sobre o que a política monetária poderá fazer, sendo uma lição da mais profunda importância, é que a política monetária poderá impedir a própria moeda de se tornar uma fonte principal do distúrbio econômico (FRIEDMAN, 1968, p. 12).

Na visão de Friedman (1968) o FED, ao cometer erros na condução ou no manejo da política monetária acabou criando e intensificando crises. Então segundo o autor esses descontroles da máquina monetária poderiam ter sido impedidos, evitando-se mudanças rápidas e irregulares de direção.

Friedman (1968) sugere que a máquina monetária pode vir a se descontrolar sozinha, mesmo se não houvesse uma autoridade central com o poder semelhante ao do FED. Assim, o autor considera que cabe a autoridade monetária buscar melhorias em sua máquina, que reduzam as possibilidades de ela se descontrolar e de utilizar seus próprios poderes a fim de se manter numa condição de bom funcionamento.

No modo de pensar de Friedman (1968), a segunda coisa que a política monetária poderá fazer seria providenciar um fundo estável para a economia, e manter a máquina bem lubrificada.

Nosso sistema econômico funcionará melhor quando os produtores, consumidores, empregadores e empregados puderem prosseguir com plena confiança em que o nível médio de preços se comportara, no futuro, de uma maneira conhecida, preferivelmente que venha a ser altamente estável (FRIEDMAN, 1968, p. 13).

Friedman (1968) considera que em relação fornecer confiança e estabilidade monetária futura o padrão ouro foi muito bem-sucedido, mas que hoje um padrão monetário como esse seria inviável.

Finalmente, a terceira coisa que a política monetária seria capaz de fazer, segundo o autor monetarista seria contribuir para a neutralização dos principais distúrbios do sistema econômico que surgem de outras fontes. Se por exemplo o orçamento federal explosivo ameaçar a ocorrência de déficits sem precedentes, a política monetária poderá ser útil ao manter sob controle quaisquer perigos inflacionários através de taxas mais lentas de crescimento monetário. Essas medidas resultariam em taxas de juros mais elevadas que por sua vez ajudariam o governo a obter recursos para financiar seus déficits, e ao mesmo tempo impedindo a aceleração da inflação. Como consequência a adoção dessas recomendações permitiriam no futuro uma taxa de juros nominal mais reduzida, e um nível de preços mais baixos.

2.1.1 As taxas de juros

Friedman (1968) ao tratar das coisas que a política monetária poderá fazer, também destaca as coisas que ela não poderá fazer, como por exemplo determinar as taxas de juros, o autor entende que essa variável não pode ser usada como indicador da política monetária ser “apertada” ou “expansionista”.

O autor monetarista considera que ao elevar a taxa de expansão monetária acima do que se tinha de crescimento monetário resulta em uma redução das taxas de juros em relação ao seu nível inicial, porém esse não seria o final do processo, e sim apenas o começo. A queda nos juros estimularia o dispêndio através do investimento, os gastos de um seriam a renda do outro, dessa forma a renda

aumentaria e isso elevaria a demanda por moeda ou a preferência por liquidez, podendo elevar os preços, reduzindo a oferta real de moeda, assim os juros retornariam ao seu nível inicial, ou muitas vezes, ao final do processo ficando mais altos do que já estavam no início.

Assim, Friedman (1968) entende que se há uma taxa de juros mais elevada hoje isso pode ser resultado de uma política monetária mais expansionista no passado, ou seja, no longo prazo uma expansão monetária causaria aumento dos juros e não redução.

Essa tese se sustenta em boa parte no entendimento que taxas de crescimento monetário em ascensão, afetariam as expectativas dos agentes, eles esperariam preços também em ascensão, dessa forma exigiriam taxas de juros mais elevadas para conceder empréstimos.

Por outro lado o autor sustenta que se a autoridade monetária quiser taxas de juros baixas ela deverá produzir uma política monetária deflacionária, ou seja, reduzindo a taxa de crescimento monetário em relação ao seu nível inicial, no curto prazo isso iria trazer elevação dos juros, porém após o processo de ajustamento haverá uma taxa de juros mais baixas do que no início. Conclui Friedman (1968) que para definir se uma política monetária é apertada ou não, deve-se analisar a taxa de mudança na quantidade de moeda, e não as taxas de juros.

Outra coisa que a moeda não poderá fazer é determinar a taxa de desemprego na economia, pelos motivos já mencionados no Capítulo 1.

2.1.2 A condução da política monetária

Discutidas as coisas que a moeda poderá ou não fazer, Friedman (1968) conclui que o manejo da política monetária deve ser guiado por variáveis que ela pode controlar. O autor novamente se utiliza de uma analogia, para ilustrar seu argumento:

Se a autoridade monetária tomar as taxas de juros ou a taxa de desemprego como critério imediato da política, será como se uma espaçonave se dirigisse para a estrela errada, independente dos aparatos tecnológicos da nave, ela inevitavelmente se perderá (FRIEDMAN, 1968, p. 15).

O nível de preços seria uma variável adequada para guiar a política monetária, porém o autor destaca que a relação entre os dois é indireta, além disso as ações da autoridade monetária levam tempo para afetar o nível de preços, não seria possível também prever com precisão os efeitos da primeira na segunda. Dessa forma Friedman (1968) conclui que o melhor critério para a condução da política monetária seria o total monetário, que é uma variável que a autoridade monetária controla diretamente.

Outra recomendação de Friedman (1968) é que a autoridade monetária evite oscilações bruscas da política, o autor critica o fato de que muitas vezes as ações das autoridades são guiadas pelas condições do momento, sendo que as medidas levam um tempo para surtirem efeito, dessa forma a autoridade muitas vezes ficaria impaciente e impelida a frear ou acelerar a expansão monetária de forma muito violenta.

A partir desse entendimento Friedman (1968), recomenda que sejam adotadas políticas públicas de uma taxa constante de crescimento monetário moderado, ou seria ainda melhor se fossem criadas regras, essas que por sua vez impediriam grandes mudanças. O autor entende que os períodos de relativa estabilidade da taxa de crescimento monetário se confundem com períodos de estabilidade econômica, sendo o inverso também verdadeiro. O crescimento moderado da oferta de moeda evitaria tanto a inflação quanto a deflação, além disso contribuiria com o funcionamento eficaz das forças básicas do empreendimento, da engenhosidade, da invenção, do trabalho árduo, e da poupança, que seriam segundo Friedman (1968) os verdadeiros trampolins para o crescimento econômico, isso seria o máximo que podemos exigir da política monetária.

O autor destaca que o ideal seria um crescimento monetário entre 3% e 5%, que seria capaz de acomodar o crescimento do produto e alguma inflação ou deflação moderada e estável.

Bernanke & Mishkin (1997) resumem o entendimento de Friedman de forma simples e clara, o autor monetarista defende que “atar as mãos” da autoridade monetária iria prevenir situações em que a mesma adote medidas contra produtivas em ações de estabilização de curto prazo.

2.2 Novo-clássicos

2.2.1 Regras Claras

As escolas novo-clássica e monetarista compartilham do mesmo entendimento de que a política monetária deve ser conduzida por meio do uso de regras. Como foi visto, Friedman defende essa tese por meio dos argumentos de Henry Simons, enquanto que o trabalho de Kydland & Prescott (1977) justifica essa ideia tendo em vista os ensinamentos novo-clássicos, cuja principal novidade foi a inclusão das expectativas racionais.

Kydland & Prescott (1977) consideram que mesmo que haja uma função de metas sociais bem definida e que os agentes que formulam essas políticas saibam o *timing*, os efeitos e a magnitude de suas ações, as políticas discricionárias, que podem ser entendidas como as decisões que sejam as melhores tendo em vista o contexto atual e um análise correta dos seus efeitos no futuro, não resultariam em uma maximização da função que representa os objetivos sociais. Os autores explicam que o planejamento econômico não é um jogo contra a natureza, mas sim, um jogo contra os agentes racionais, não haveria como aplicar teorias de controle ao planejamento econômico quando as expectativas são racionais.

Kydland & Prescott (1977) explicam que, através de regras seria possível melhorar a performance econômica, esse seria o motivo deles defenderem esse tipo de medida, e não por causa da ignorância em relação ao *timing* e a magnitude dos efeitos da política como defendia Friedman. As teorias de controle ótimo seriam apropriadas como instrumentos de planejamento quando os resultados forem exclusivamente dependentes das decisões políticas passadas. Ao tratar de sistemas econômicos dinâmicos as decisões dos agentes hoje dependem em parte de suas expectativas das ações de política no futuro. A teoria de controle ótimo seria apropriada somente no caso em que as expectativas dos agentes não fossem afetadas pelas políticas futuras.

Os autores entendem que os agentes sabem em alguma medida que as decisões de políticas econômicas podem mudar de acordo com as condições econômicas, por exemplo, os agentes esperariam elevação de impostos em períodos de crescimento e quedas em períodos de recessão.

Quando não se entende o *Business Cycle* seria mais seguro para os formuladores de políticas, seguir regras ao invés de políticas discricionárias, pois a discricionariedade implica em resultados consistentes, mas abaixo do nível ótimo em

relação a estabilidade econômica. Kydland & Prescott (1977), além disso, entendem que uma implicação de sua análise seria que políticas ativas de estabilização podem ser perigosas, e por isso seriam preferíveis medidas como crescimento constante da oferta de moeda ou alíquotas de impostos constantes.

Os autores concluem que um regime no qual os formuladores de políticas estejam empenhados ou comprometidos a se comportar de uma maneira particular seria melhor do que um que permita os *policymakers* escolherem diferentes políticas em cada ponto no tempo, uma vez que os agentes se otimizam dinamicamente, as expectativas tem um papel fundamental na dinâmica macroeconômica.

2.2.2 Independência do Banco Central

De acordo com Alesina & Summers (1993) a partir das contribuições teóricas de Kydland & Prescott (1977), entende-se que um banco central mais independente tem capacidade de reduzir a inflação. Isso seria possível, devido a que ao se delegar a tarefa de realizar o manejo da política monetária a um agente cujas preferências são mais avessas a inflação do que as do resto da sociedade, seria possível alcançar um nível de inflação mais baixo.

Sem um certo grau de independência da autoridade monetária destacam os autores que seria impossível delegar a incumbência de formular a política monetária a alguém com preferências mais avessas inflação do que o “eleitor médio”.

A independência do Banco Central é defendida por muitos estudiosos e pensadores econômicos que entendem que essa medida teria efeitos sobre variáveis reais tendo em vista que melhoraria a performance econômica por várias razões, os principais argumentos em favor da maior autonomia a autoridade monetária segundo Alesina & Summers (1993) são:

- a) Um Banco Central independente, como ele seria livre de pressões políticas, deve ter um comportamento mais previsível, e isso reduziria o prêmio pelo risco nas taxas de juros reais, além de promover maior estabilidade econômica;
- b) Blindaria a economia dos *Business Cycles* políticos ao prevenir a manipulação da política monetária;
- c) Ao prevenir inflação elevada, a economia seria poupada das distorções por ela provocadas;

Esses benefícios são apenas na teoria, na prática não se sabe se funcionaria exatamente assim, e por isso Alesina & Summers (1993) realizaram um estudo empírico para analisar se de fato haveriam ganhos econômicos com a adoção dessa medida. A partir dos resultados obtidos, concluem que a combinação de disciplina monetária associada com independência do BACEN de fato produz uma inflação mais baixa e com menos oscilações, porém não tem grandes efeitos quando se analisa o desempenho macroeconômico real, como sugerem algumas das justificativas para adoção dessa medida. Os resultados da pesquisa também sugerem que seria possível blindar a economia de influências políticas e as inconsistências dela decorrentes mesmo sem o uso de regras monetárias, somente com a independência da autoridade monetária.

Os próprios autores entendem que seus resultados são inconclusivos, pois destacam que, a independência do banco central constitui apenas uma das múltiplas variáveis que podem vir a influenciar o desempenho econômico de um país.

2.2.3 O regime de metas para a Inflação

Bernanke & Mishkin (1997) em uma importante publicação se questionam se a adoção de metas explícitas de inflação poderia ser considerada uma nova estrutura para a política monetária, esse tema gerou importantes debates nos bancos centrais e entre economistas nos anos 80 e 90 e por isso merece destaque. Como o nome sugere, trata-se, do anúncio de metas, gamas ou bandas oficiais para a inflação, para um ou mais períodos, essa medida envolve também que a autoridade monetária deixe explícito que seu objetivo maior seria a busca de taxas de inflação baixas e constantes, além disso essa medida requer um canal de comunicação sólido com o público.

Bernanke & Mishkin (1997) já destacam logo de início que as metas para inflação não podem ser consideradas regras sólidas ou inflexíveis de política monetária como defendem alguns. Na verdade, seriam uma nova estrutura de política, cuja maior vantagem seria a transparência e a coerência da política, além de ser extremamente flexível, sendo possível inclusive, acomodar ações monetárias discricionárias.

As evidências históricas mostram segundo os autores que muitos países recorreram as metas para a inflação em um contexto de colapso dos arranjos que fixavam a taxa de câmbio, as últimas eram utilizadas como âncora nominal para os

agentes, sendo uma garantia de que a política monetária iria permanecer disciplinada. Com a adoção das metas para a inflação se ancorariam as expectativas dos agentes, e dessa forma seria possível alcançar uma taxa de inflação mais baixa, e isso por sua vez segundo os postulados neoliberais levaria no longo prazo ao crescimento econômico e a eficiência.

Muitos críticos dessa medida interpretam equivocadamente as metas inflacionárias como sendo a adoção de regras rígidas, e, portanto, como sendo a adoção das ideias neoliberais, uma vez que essa tese surgiu dos pensadores novo-clássicos como Kydland & Prescott (1977) utilizando-se de ensinamentos daquela escola.

A disputa entre regras e ações discricionárias segundo Bernanke & Mishkin (1997) é bastante enganosa, de acordo com eles existem estratégias de políticas que são mais interessantes de serem usadas através de regras, tendo em vista que evitariam que os bancos centrais ficassem adotando políticas que trouxessem resultados indesejados no longo prazo, porém essas mesmas regras podem deixar uma margem para discricionariedade em caso de situações não previstas. Essa interpretação intermediária entre os defensores árdios das regras e da discricionariedade seria a ideal para se entender as metas de inflação segundo os autores.

Trata-se de um regime que se caracteriza pela transparência, pois os bancos centrais publicam regularmente: avaliações detalhadas sobre a inflação, previsões sobre essa variável, e prováveis medidas monetárias que podem ser adotadas para manter a inflação na meta.

Bernanke & Mishkin (1997) destacam que a adoção do regime de metas para inflação geralmente está associada a reformas nas autoridades monetárias que visam dar maior autonomia no manejo da política monetária. Segundo os autores é normal que isso aconteça para fazer da estabilidade de preços o maior objetivo da instituição, então verifica-se que a maior autonomia do BACEN constitui uma condição necessária para a adoção dessa medida.

De forma geral pode-se entender que as metas de inflação apesar de se basear em várias recomendações liberais, não as segue à risca, pois os governantes temem que ao adotar regras rígidas, fiquem de mãos atadas em caso de eventos inesperados.

2.3 Conclusão⁶

Expostas as principais ideias das 2 escolas liberais modernas, é possível montar um modelo cuja estrutura seja uma combinação dos principais ensinamentos tanto novo-clássicos quanto monetaristas. Verificam-se enormes semelhanças entre as duas correntes do pensamento, principalmente no entendimento de que a condução de política monetária se feita através de regras claras e objetivas e ao mesmo tempo se conduzida por uma instituição que goze de certa autonomia, seria possível auferir ganhos importantes na economia real.

Quando a autoridade monetária tem autonomia, isso permite que ela defina a estabilidade de preços como seu maior objetivo, delegando o manejo da política monetária a uma diretoria que tenha entre seus membros agentes com uma aversão a inflação maior do que a do resto da sociedade, além disso com a adoção de metas para a inflação, passa a haver maior transparência e um mecanismo de avaliação do trabalho dos membros do Banco Central. Se a meta foi cumprida, a diretoria alcançou seu objetivo, caso não tenha sido cumprida, uma nova diretoria poderá ser contratada, nos moldes do setor privado, que é movido pelo cumprimento e superação de metas.

Com a adoção dessas medidas os autores mostram que seria possível minimizar as incertezas, no sentido de que, sabendo do compromisso do BACEN em manter a inflação baixa e estável, os agentes saberiam que a instituição não iria incorrer em medidas de estabilização de curto prazo, uma vez que essas poderiam trazer no futuro mais inflação, o que iria contra o objetivo maior do banco. Devido a transparência é possível ancorar as expectativas dos agentes, alcançando taxas mais baixas de inflação. Muitas vezes os benefícios da política monetária bem conduzida podem ser alcançados sem seguir uma regra rígida, apenas garantindo a independência do Banco Central.

Deve estar claro para os membros do BACEN que a política monetária só pode ser um instrumento de estabilização para estancar processos inflacionários, quando há crises de outra natureza é inviável utiliza-la com esse objetivo. Se eles desejam contribuir com a economia, devem conduzir a política monetária de forma

⁶ Algumas ideias e exemplos foram retirados de uma matéria na internet. ROQUE, Leandro. Uma radiografia da destruição do real- ou: não há economia forte com uma moeda doente. Disponível em: <https://www.mises.org.br/Article.aspx?id=2055> Acesso em: 18 de agosto de 2019.

clara, moderada e sem grandes alterações no tempo, que por sua vez se traduzirá em uma inflação baixa.

A maior autonomia do BACEN rompe o laço de ligação entre o ciclo de política monetária e o ciclo político, as taxas de juros envolvem um prêmio pelo risco muito elevado, ao romper esse laço seria possível reduzir o prêmio, que por sua vez iria trazer taxas de juros mais baixas para toda economia. Essa seria uma forma autêntica de se alcançar juros baixos, ao invés de incorrer em políticas extremamente expansionistas que iriam trazer juros baixos apenas no curto prazo, mas inflação e juros altos no longo prazo como mostrou Friedman.

Os benefícios de uma taxa de juros estrutural mais baixa são incalculáveis, cria-se um ambiente favorável aos negócios, além disso com juros baixos há um estímulo tanto para o consumo quanto para o investimento. A política monetária tem, portanto, nas escolas neoliberais o papel de criar um ambiente propício aos negócios e conseqüentemente um contexto apropriado para crescimento econômico, sem grandes incertezas, com inflação e juros baixos que permitiriam empreender e produzir. A política monetária se bem conduzida estimula a criação de oferta, ao estimular o setor privado, o verdadeiro criador de riqueza. Com o crescimento da oferta, há geração de renda, que por sua vez eleva a demanda.

Ao se analisar o dinheiro como meio de troca e unidade de conta, conclui-se que cabe a moeda mensurar o valor dos bens e serviços. Em uma economia basicamente tudo é precificado em unidades monetárias, o dinheiro assume o papel de uma régua que mensura a riqueza dos agentes. A partir dessa ideia os economistas clássicos propuseram que para a moeda ser eficaz, facilitando as transações econômicas é necessário que ela seja o mais estável possível. Os clássicos notaram que no caso de uma moeda fiduciária (que não é lastreada por nada), se o seu valor fica flutuando constantemente isso seria equivalente a usar unidades de medida que flutuassem diariamente. Seria como a definição de metro mudasse, ao invés de 100 centímetros para 105, e depois se desvalorizasse para 95, isso geraria erros de construção, de cálculo e de planejamento, assim como um dinheiro flutuante prejudicaria os investimentos e os cálculos econômicos.

Como resultado da adoção das recomendações neoliberais será possível obter uma moeda estável, isso implica dizer que será obtido um meio de troca e unidade de conta estáveis, algo importante para que seja possível realizar previsões com certa precisão. Uma moeda estável impulsiona a economia pois ela elimina

pelo menos o risco monetário do empresário que pretende arriscar-se para obter um fluxo de renda futura (investir). No futuro quando o investimento venha a se maturar e comece a dar retorno, o empresário não irá temer receber uma moeda que não valha nada. Portanto a inflação não irá corroer o retorno de seu investimento, mantendo o ganho real previsto inalterado.

Projetos de investimento são inviabilizados em um contexto em que não se consegue calcular o retorno de determinado empreendimento, dessa forma não se sabe se esse investimento seria vantajoso do ponto de vista econômico, como consequência essa inversão pode não ocorrer, ou então os empresários poderão exigir um retorno elevado em um curto espaço de tempo para investir. Os investidores preferem nesses casos se refugiar em investimentos mais seguros como imóveis e títulos do governo, ou seja, os investimentos produtivos acabam engavetados.

Utilizar a política monetária como instrumento de estabilização como defendem muitas escolas, só iria trazer mais caos a uma economia que já estivesse desequilibrada. Mais dinheiro em uma economia estagnada causará apenas mais desordem. Usar a política monetária para estimular a demanda da economia é algo que vai contra a lógica, uma vez que, os agentes irão ter mais dinheiro em mãos do que gostariam, portanto irão usar esse excedente para consumir, ocorre que para que algo seja consumido, antes ele deve ter sido produzido, para que haja produção uma condição necessária é que se tenha estabilidade monetária.

As teorias liberais mostram que países de moedas mais fracas e instáveis são países de economias mais fracas, uma vez que a fraqueza da primeira prejudica a variável chave do crescimento econômico que é o investimento, a variável que permite que haja aumento da renda de um período para o outro. Sem investimento não há produção, nem geração de renda e muito menos demanda.

Para países em desenvolvimento a estabilidade monetária poderá ser ainda mais crucial, tendo em vista que pode atrair investimentos produtivos estrangeiros, e não especulativo. Isso é importante pois geralmente países subdesenvolvidos não contam com capital suficiente para se financiar.

CAPÍTULO 3 – EVIDÊNCIAS HISTÓRICAS

Neste capítulo serão analisados alguns modelos de operacionalização de política monetária visando destacar a aplicação do “receituário” neoliberal, e os resultados alcançados.

3.1 O *monetary targeting* do Bundesbank

De acordo com Senna (2010) nos anos 70 havia uma enorme discussão dentro do BACEN alemão, haviam os defensores do ativismo monetário bem como outro grupo que era mais cético em relação a eficácia da política monetária, no fim acabou prevalecendo a ideia de que a autoridade monetária não deveria se envolver com objetivos macroeconômicos de curto prazo, isto é, deveria portanto reunir esforços visando estabilizar os preços.

Os dois grupos concordaram em fixar em 8% a taxa de expansão monetária, que seria válida em 1975, porém anunciada em dezembro de 1974, neste ponto destaca Senna (2010) que o *Bundesbank* foi o pioneiro no uso da variação do volume de moeda como meta intermediária. A partir da inflação projetada para o ano seguinte se definiam as taxas almejadas de expansão monetária, como o BACEN era independente ele tinha liberdade para perseguir o ritmo de crescimento de preços que considerasse apropriado.

Segundo Senna (2010) os dirigentes do *Bundesbank* foram estimulados a deixar explícitas as diretrizes de sua política, seguindo uma das recomendações neoliberais, que defendiam que as políticas fossem claras e de conhecimento de todos.

A partir das ideias mencionadas, nota-se que essa política do BACEN alemão tinha fortes traços monetaristas, a começar pela noção de inflação, além disso a já tratada questão da transparência também se encontra presente. A autoridade monetária seguiu também outra recomendação de Friedman, que dizia que a política monetária deveria ser guiada por variáveis que ela pode controlar, no caso essa variável era a oferta monetária e não o nível de preços. O nível de preços não é diretamente controlado pelo *Bundesbank*, já a oferta monetária é diretamente controlada pela instituição.

Apesar das semelhanças, também existiam grandes diferenças em relação as recomendações de Friedman, Mishkin (2006) alerta que o *monetary targeting* alemão era bem diferente do *monetary targeting rule* defendido por Friedman, pois o

autor monetarista defendia que ficasse definida uma taxa constante de expansão monetária, no caso do *Bundesbank* essa taxa era variável, de acordo com a evolução dos demais indicadores macroeconômicos.

Em relação a meta para inflação, havia tanto a meta de médio prazo quanto a de longo prazo.

Outra diferença importante de acordo com Mishkin (2006) era que a política adotada na Alemanha era extremamente flexível, permitindo mudanças na meta de médio prazo definida para a inflação, além disso o foco primário da política monetária não era a taxa de crescimento da oferta de moeda, mas sim atingir a meta de longo prazo para a inflação.

Senna (2010) destaca que, no caso descrito, o *Bundesbank* atuava no mercado interbancário e controlava o juro de curto prazo com as operações de mercado aberto, assim a instituição tinha pleno controle do estoque monetário, o autor entende ainda que apesar de características importantes do monetarismo estarem presentes, nem todas as recomendações daquela escola foram seguidas à risca. Não foi aceita a proposição de Friedman de uma política monetária rígida, adotaram-se estratégias de bandas, que garantia certa flexibilidade, e um espaço de manobra para ações discricionárias em caso de eventos inesperados.

De acordo com Senna (2010) a política apesar de guiada principalmente pela oferta monetária, não era guiada única e exclusivamente por essa variável, outras variáveis importantes eram levadas em consideração como todas as informações disponíveis nos mercados financeiros e o andamento da economia.

Ao não se aderir a uma política monetária rígida como recomendou Friedman, nota-se que a autoridade monetária temia ficar de mãos atadas diante de choques de outra natureza que viessem a assolar a economia. Isso implica dizer que de certa forma ainda permanecia uma noção de que a política monetária poderia ser útil ou viável como instrumento de estabilização. O ativismo monetário ainda estava presente, ou seja, o monetarismo na condução da política monetária poderia ser abandonado em caso de crises.

Entende-se, portanto, que em caso de choques o *Bundesbank* não resistiria as pressões populares e ou políticas e poderia adotar expansões monetárias que no curto prazo iriam trazer um alívio, mas que no longo prazo iriam trazer apenas mais inflação, contrariando seu objetivo principal de garantir a estabilidade monetária.

Não se trata de criticar o fato de o BACEN temer ficar de mãos atadas e por isso rejeitar uma maior rigidez, o embate entre os defensores de regras rígidas e os teóricos que advogam pelo discricionarismo de acordo com Senna (2010) envolve conter uma maior volatilidade de preços a custo de uma maior volatilidade da produção ou então uma flutuação menor da produção hoje, porém com inflação maior no futuro.

É sabido que choques de oferta colocam os banqueiros centrais em situação difícil. Eventos dessa natureza – alta substancial de preços de matérias primas, por exemplo – tendem a gerar elevação de preços e contração da produção e do emprego. Combater a alta de preços significa agravar os problemas do setor real da economia. Procurar aliviar os reflexos reais do choque prejudica a inflação (SENNÁ, 2010, p. 343).

Na prática então o *Bundesbank*, queria estar numa situação que se caracteriza pelo melhor dos dois mundos, primeiro, em um momento que não existam choques na economia seguir os postulados monetaristas e novo-clássicos e auferir os ganhos que eles propiciam. Em um segundo momento em que houvessem choques, o ativismo monetário poderia voltar a cena, a fim de obter ganhos de curto prazo, violando e deturpando a principal atribuição do BACEN.

Em relação aos resultados alcançados por tal política, Senna (2010) destaca que o nível de preços entre 1976 e 1979 registrou crescimento médio de 3,7% ao ano. A partir dos anos 80 a inflação deu um salto em razão do segundo choque do petróleo, nos três primeiros anos da década se elevou para 5,7%, já após isso verificou-se um período de enorme estabilidade de preços que perdurou até o início dos anos 90 quando surgiriam problemas de outra natureza que passariam a afetar a inflação.

Mishkin (2006) argumenta que o *monetary targeting* na Alemanha demonstrou enorme comprometimento em relação a manter uma comunicação transparente com o público, para ele as metas para expansão da moeda foram usadas como estrutura para explicar a estratégia de política monetária, além disso o BACEN alemão se esforçou em demasia em seus comunicados oficiais visando deixar claro os objetivos que almejava com a condução da política monetária.

3.2 O *currency board* argentino⁷

Nesse modelo de condução da política monetária a moeda doméstica é lastreada por uma moeda estrangeira, existe uma taxa de câmbio fixa entre as duas moedas, o BACEN deve estar sempre disposto a trocar moeda nacional pela estrangeira de acordo com a paridade definida sempre que o público desejar. Trata-se de uma variante do modelo de câmbio fixo.

O caso argentino é bastante interessante pois esse país possui um longo histórico de instabilidade monetária, além de elevada inflação, que em alguns anos ultrapassou os 1000%. Em 1991 o país adotou o *currency board*, no qual definiu-se a paridade peso/dólar em um para um.

Esse tipo de estrutura retirava das mãos do Banco Central argentino o controle da política monetária, ou seja, ele não podia emitir pesos, não poderia tampouco expandir a oferta monetária com o objetivo de tirar a economia da recessão, por esses motivos o papel do BACEN de prestador de última instância também ficava prejudicado.

O que era uma virtude também poderia se tornar um problema, pelo lado positivo o país conseguiu nos primeiros anos do *currency board* uma redução assombrosa da inflação, que em 1990 ultrapassava os 800%, e com a adoção do modelo caiu para menos de 5% em 1994. Isso ocorreu tendo em vista o fato de a moeda argentina estar lastreada em dólar, o que dava enorme credibilidade ao peso, além disso por ser um regime semelhante ao câmbio fixo os agentes sabiam que não haveria espaço para experiências de expansões monetárias e, portanto, as expectativas de inflação dos agentes ficaram controladas.

Já em relação ao ponto negativo, quando surgiam cenários incertos, tendo em vista a fraqueza da economia argentina, os agentes corriam em direção a moeda mais forte, e então sacavam seus pesos dos bancos e trocavam por dólares. Isso ocorreu com a crise do peso mexicano, com isso houve enorme contração monetária, o que causou recessão e aumento do desemprego no ano de 1995.

Pelo fato de a economia argentina ser muito instável, os agentes estavam sempre desconfiados, e por isso a qualquer sinal de crise eles começariam a trocar pesos por dólares, havia contração monetária sem que o BACEN pudesse intervir e

⁷ A explicação do *currency board* argentino foi baseada na obra de Mishkin (2006), sendo a tradução de minha autoria.

evitar os efeitos danosos a economia que ela causaria, e por esse motivo o *currency board* não perdurou por muito tempo.

3.3 O *inflation targeting* neozelandês

Quando se trata de regras de política monetária, transparência e independência da autoridade monetária um dos pioneiros a adotarem essas recomendações foi a Nova Zelândia. Na pesquisa conduzida por Alesina & Summers (1993) esse país aparece como um dos que possuem a menor autonomia do banco central, se comparado a países como os Estados Unidos ou Alemanha, é um dos países com a menor volatilidade do produto, porém, possui também uma das taxas de juros mais baixas do mundo.

Mishkin (2006) explica que graças a reformas conduzidas pelo governo, o *Reserve Bank of New Zeland* deixou de ser um dos com a menor independência para um dos com maior autonomia entre os países desenvolvidos.

Huang, Margaritis, Mayes (2001) destacam que o caso neozelandês é interessante de ser estudado por conta da transparência da estrutura de sua política monetária. São publicadas previsões das variáveis econômicas com uma frequência de 6 meses em um documento chamado de *Monetary Policy Statements (MPS)*, a meta para a inflação no período também é divulgada em um documento chamado *Policy Target Agreements (PTA)*.

Segundo Mishkin (2006), o PTA era tão transparente que ele fornecia os parâmetros por meio dos quais a política monetária seria avaliada, definindo inclusive datas para atingir os objetivos. Se eventualmente as metas da PTA não fossem atingidas o *Reserve Bank Governor*, que seria equivalente ao presidente do BACEN, poderia até ser demitido.

Os autores destacam que na sexta edição do PTA, foi decidido que o *Federal Reserve Bank* deveria ao perseguir a estabilidade de preços, implementar uma política monetária consistente, sustentável e transparente, capaz de evitar instabilidades desnecessárias no produto, taxas de juro e o câmbio.

Segundo os 3 autores a regra de política monetária neozelandesa deve ser entendida como uma função de reação de acordo com qual política é alterada em resposta a valores de variáveis chave, ou seja, optou-se por uma regra passível de ser alterada, ao invés de uma regra rígida, os autores entendem que a adoção de uma regra rígida poderia ser inadequada, dada a complexidade da economia.

Essa regra passível de mudança é chamada de *contingent rule*, de acordo com os autores ela é importante pois permite que novas informações que apareçam possam ser incorporadas as políticas já em andamento, enquanto que a regra rígida leva em consideração apenas as informações disponíveis no momento da tomada da decisão, novas informações não poderiam ser acrescentadas nesse tipo de regra.

Na estrutura neozelandesa na visão de Huang, Margaritis, Mayes (2001) a regra de política deve ser entendida como um sistema de políticas que possui as seguintes características: uma meta ou objetivo definido, publicações de previsões em relação ao comportamento das principais variáveis econômicas, explicações de como serão tratados os desvios em relação à meta, e a publicação de modelos que descrevem o funcionamento da economia do país. Essas características tornam o sistema da Nova Zelândia um dos mais transparentes da atualidade na visão dos autores.

Na opinião dos pesquisadores uma simples regra de Taylor descreve bem o funcionamento da política monetária da Nova Zelândia entre os anos de 1989-1998, os mesmos estimaram uma função que pode ser expressa algebricamente da seguinte maneira:

$$T = 4.25 + 1,5\pi + 0.5Y$$

T deve ser entendido como a taxa de juros nominal, π a inflação acumulada nos 4 últimos períodos (a meta de inflação é 1,5%), Y o hiato do produto (diferença entre o produto efetivo e o potencial) e o 0.5 trata-se do coeficiente de resposta ou de reação de Taylor (Θ).

A política monetária neozelandesa de acordo com o próprio Reserve Bank deve ser capaz de evitar volatilidades tanto nos preços quanto no produto. Apesar de seguirem as recomendações monetaristas e novo-clássicas em relação a forma de conduzir a política monetária (transparência), no que se refere aos objetivos da mesma já não se verifica de forma tão clara a aproximação com as ideias neoliberais.

Em relação a autoridade monetária ter que evitar flutuações desnecessárias do produto, não é possível interpretar se isso se refere a política monetária ser bem conduzida a ponto de minimizar incertezas dela decorrentes como defendem as teorias neoliberais, ou se isso seria uma forma de permitir caso haja algum choque na economia que a política monetária fosse utilizada para fins de estabilização.

O mais provável é que essa frase abra espaço para ambas as ações mencionadas acima, uma vez que pelos casos descritos se verificou que as autoridades monetárias não costumam abrir mão da possibilidade de intervir na economia em momentos de crise por meio de expansões da demanda agregada.

Ao analisar os resultados dessa política observa-se que ela foi capaz de produzir uma significativa redução da inflação, conforme a Figura 6, a inflação antes dos anos 90 e da implementação dessa política chegou a ultrapassar os 20% de acordo com Mishkin (2006), a partir de 1991 a inflação se quer ultrapassou os 5%.

Essas constatações mostram uma mudança em relação ao período da pesquisa de Alesina & Summers (1993), que indicam uma variância da inflação consideravelmente elevada naquele país entre os anos de 1955-1988. Ao que tudo indica essa tendência de fortes variações foi controlada, ou seja, o *inflation targeting* e a transparência foram capazes de reverter esse quadro.

Houveram também momentos de mudança na banda que compreende a meta da inflação, passando de 0 até 2% ao ano para momentos em que se tolerou até 3% de aumento no nível geral de preços.

Apesar da drástica redução da inflação em relação ao período anterior, cabe ressaltar que em alguns momentos a meta não foi cumprida.

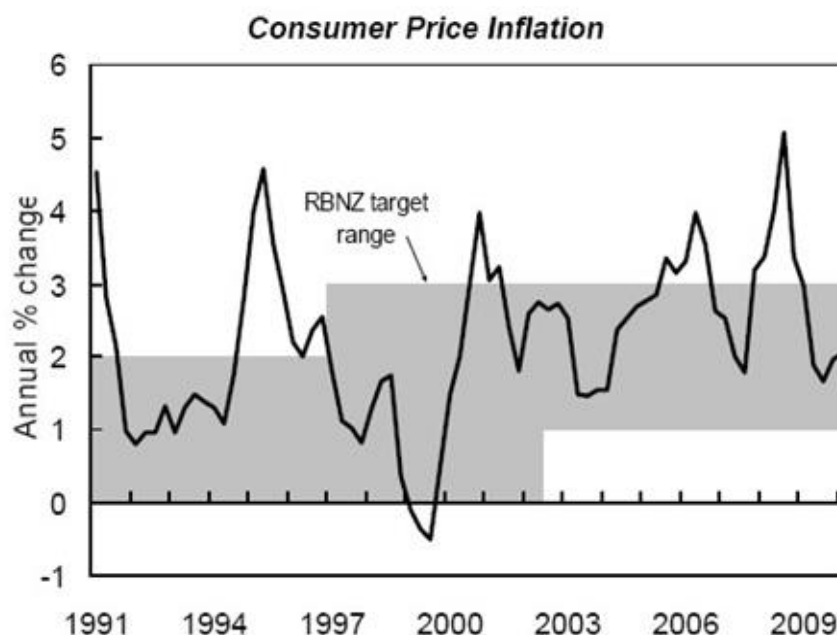
3.4 Conclusão

Os três países selecionados foram incluídos nesse trabalho uma vez que enfrentaram episódios de inflação elevada, ainda que essas ocorrências tenham sido em momentos e circunstâncias distintas.

Estas nações começaram a ter sua performance econômica prejudicada devido à elevação constante dos preços, além disso o BACEN tinha perdido completamente a credibilidade na condução da política monetária, diante disso havia necessidade de adotar novos modelos para a operacionalização da mesma a fim de deixar no passado a inflação elevada e reconquistar a credibilidade dos agentes.

Os modelos apresentados foram muito bem-sucedidos, pois lograram uma forte redução da inflação, o que é uma condição necessária para crescer de acordo com os liberais. A moderação e a previsibilidade da política se mostraram elementos essenciais para alcançar a estabilidade monetária.

Figura 6



Fonte: New Zeland Institute of Economic Research⁸

CONCLUSÃO GERAL

A partir do entendimento de que a produção é a fonte do crescimento econômico, uma política monetária malconduzida é capaz de desfigurar qualquer sistema de preços, atrapalhando a performance econômica, ao prejudicar o sistema de trocas, que constitui a base de toda economia capitalista. A moeda é a metade de toda e qualquer transação, desta forma, se ela não funciona da maneira que deveria, surgirão efeitos indesejados na economia.

Verifica-se que apesar das escolas liberais chegarem a uma conclusão semelhante, existem diferentes explicações para tal consenso, no sentido de que caminhos diferentes foram percorridos para se chegar a um desenlace comum.

Uma moeda doente irá estimular os agentes e empresários a preferirem bens em detrimento da moeda, poucos seriam aqueles que se arriscariam a fabricar produtos para troca-los por uma moeda cujo poder de compra varia constantemente, inviabilizar-se-iam os investimentos e ainda os empreendimentos já existentes acabariam prejudicados.

⁸ Disponível em: <https://nzier.org.nz/about/economics-explained/inflation/> Acesso em: 12 de setembro de 2019.

A política monetária se conduzida nos moldes recomendados pelas teorias liberais, como discutido no Capítulo 2, estimulará a criação de oferta, ao interferir o mínimo possível no sistema de preços da economia, permitindo que este seja definido da forma mais racional possível, de acordo com as forças de mercado e não por fatores monetários. A contribuição que a política monetária pode dar para a economia é a de produzir uma inflação baixa e estável.

Na visão liberal, a produção de determinado bem decorre de decisões voluntárias dos indivíduos, que agem livremente movidos por interesses próprios visando lucrar, uma moeda saudável apenas garante que esse processo ocorra da maneira mais natural possível.

Com uma política monetária transparente, previsível, moderada e conduzida por um Banco Central que goze de certa autonomia seria possível ancorar as expectativas dos agentes e minimizar as incertezas, desta forma, os investimentos virão, haveria aumento da produção, geração de empregos, e elevação da demanda.

A estabilidade monetária é uma condição necessária para que haja inversões na economia, desta forma os autores não recomendam que a política monetária seja utilizada para fins de estabilização uma vez que isso iria trazer apenas inflação no longo prazo como visto no Capítulo 1, também causará incertezas e esses fatores prejudicariam o desempenho econômico, ao prejudicar a variável chave da economia que é o investimento, a única que permite que haja crescimento econômico de um período para o outro.

Por fim, nos casos apresentados no Capítulo 3, se verificou que há um consenso de grande parte dos países que uma política monetária capaz de minimizar as incertezas melhoraria a performance econômica das nações. Por outro lado, se observou também que as autoridades monetárias temem a pressão popular caso adotassem regras muito rígidas que as impedisse de intervir na economia em caso de recessão.

Apesar dos países analisados não seguirem uma regra rígida, ainda sim foi possível auferir ganhos importantes na economia real.

Historicamente os países rechaçam regras mais rígidas pois dão maior importância a menor volatilidade do emprego e do produto no curto prazo do que a maior volatilidade de preços no futuro, ainda que a última possa ter efeitos tão

catastróficos quanto o primeiro na economia como demonstraram as escolas liberais.

Para explicações mais aprofundadas dos aspectos mencionados na conclusão geral do trabalho, consulte as conclusões individuais dos capítulos que abordam os pontos centrais do trabalho, estas são como complementos para a conclusão do trabalho

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alesina A., Summers L. H. *Central Bank and Macroeconomic Performance*. Some Comparative Evidence, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 25, p. 151-162, May, 1993.
- Bernanke, B. S., Mishkin, F. S. *Inflation Targeting*. A New Framework for Monetary Policy?, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, p. 97-116, Spring, 1997.
- Carneiro, R.(org) *Os clássicos da economia*. São Paulo: Editora Ática, 1997.
- Carvalho, F.J.C. *Economia monetária e Financeira*. Teoria e Política. RJ: Editora Campus, 2015.
- Friedman, M. *The Quantity Theory of Money*. A Restatement. *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago: University of Chicago Press, 1956.
- Friedman, M. *The Demand for Money*. Some Theoretical and Empirical Results, *The American Economic Review*, Vol. 49, p. 525-527, May, 1959.
- Friedman, M. *The role of Monetary Policy*, *The American Economic Review*, Vol. 58, p. 1-17, March, 1968.
- Huang, A., Margaritis, D., Mayes, D., *Monetary policy rules in practice*. Evidence from New Zeland, Bank of Finland Discussion Papers, Research Department, 21th September 2001.
- Humphrey, T. M., *The quantity of money*. Its historical evolution and role in policy debates, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, Vol. 60, p. 2-19, May/June, 1974.
- Kydland, F. E., Prescott, E. C. *Rules Rather than Discretion*. The Inconsistency of Optimal Plans, *The Journal of Political Economy*, Vol. 85, p. 473-492, June, 1977.
- Lima, R. S. A Atualidade do passado. Notas sobre o conceito de trabalho comandado em Adam Smith, *Ensaio FEE*, Porto Alegre, Vol. 7, p. 197-204, 1986.
- Lucas, R. E. Jr. *Some internacional evidence on Output-Inflation Tradeoffs*, *American Economic Review*, Vol. 63, p. 326-334, June, 1973.
- Mishkin, F. S. *Money, Banking and Financial Markets*, Columbia University: USA, Pearson, 2006.
- Senna, J.J. *Política Monetária*. Ideias, Experiências e Evolução. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2010.
- Simons, H. C. *Rules versus Authorities in Monetary Policy*, *Journal of political Economy*, Vol. 44, p. 1-30, Febuary, 1936.
- Smith, A. *A riqueza das nações*. Investigação sobre sua natureza e suas causas. São Paulo: Abril Cultural, 1983.
- Snowdon, B., Vane, H. R. *Modern Macroeconomics: Its origins, Development and Current State*. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 1998.

Stiglitz, J. Economics of the Public Sector. New York: W.W. Norton & Company,2000.