

## Considerações Teóricas sobre a Moeda e a Política Monetária

Alexsandro Sousa Brito  
Orlando Oscar Rosar  
Ricardo Zimbrão Affonso de Paula  
João Gonsalo de Moura<sup>1</sup>

### RESUMO

O texto que segue apresenta sucintamente alguns aspectos teóricos que merecem relevância ao se analisar as decisões de política monetária. Considera-se importante (re)pensar a política monetária bem como todo contexto de relações de causalidade subjacentes tanto à política monetária como a própria moeda, primeiro porque, ao contrário daquilo que geralmente se advoga, os resultados da política monetária são incertos em função de defasagens e de incerteza quanto aos mecanismos de transmissão monetária. Ademais é preciso também (re)pensar a política monetária a partir dos resultados sobre a estrutura de poder e interesses dos *stakeholders*, entendendo a política monetária também como um campo de disputa pelo poder e pela hegemonia.

**Palavras-chave:** Política Monetária, Moeda, Mecanismos de Transmissão.

### ABSTRACT

This paper summarizes some theoretical aspects that deserve relevance by analyzing the monetary policy decisions. It's important to (re)consider monetary policy as well as the whole context of causal relationships underlying both monetary policy as its currency, first because, contrary to what is generally advocates, the results of monetary policy are uncertain due to lags and uncertainty about the monetary transmission mechanism. Moreover you also need to (re)think about monetary policy from the results on the structure of power and interests of the stakeholders, understanding monetary policy as well as a playing field for power and hegemony.

**Key-words:** Monetary Policy, Currency, Transmission Channels.

---

<sup>1</sup> Professores do Departamento de Economia da Universidade Federal do Maranhão – UFMA.

## 1. A importância da Moeda

A importância da moeda, amplamente manifesta pela literatura especializada, consiste, em geral, na capacidade, numa economia monetária, em “comandar” o trabalho alheio ou na sua capacidade de constituir-se em reserva de valor, dada sua liquidez e conversibilidade. De fato, pensar em mundo sem moeda remeteria a uma situação idílica de autossuficiência econômica, onde a divisão do trabalho encontrar-se-ia ainda incipiente, e onde, portanto, o fluxo de riqueza seria extremamente lento. A moeda, portanto, teria, nesse entendimento, a capacidade, dada sua liquidez e conversibilidade, de ampliar a escala da divisão do trabalho e possibilitar o crescimento da riqueza em escala exponencial. Adicione a isso, o fato de que a garantia para que a moeda flua, de fato, como uma reserva de valor, exigiria todo o esforço, pela autoridade monetária, para a manutenção de sua estabilidade (combate sistemático à inflação).

De fato, a inflação pode ser um grande problema não apenas por que afeta o poder de compra das famílias, mas, também, por que altera as expectativas de todos os agentes. Se pensarmos numa economia aberta, por exemplo, um processo inflacionário pode prejudicar sensivelmente a concorrência à medida que os preços domésticos aumentem mais rapidamente do que o nível de preços em outro país; alterando, portanto, os preços relativos e desestimulando a demanda por exportações. Pode-se também imaginar que a inflação possa pressionar o conflito de classe entre capital e trabalho à medida que as quedas reais nos rendimentos salariais são significativas. Por outro lado, a desconfiança na solidez da moeda também pode provocar ataques especulativos ou simplesmente mudar a posição dos ativos financeiros (aumentar a posição em divisas, em detrimento de moeda nacional, por exemplo), o que pode ocasionar déficits no Balanço de Pagamentos; as variações na moeda alteram, também, os preços dos ativos financeiros, uma vez que são dados em valores nominais, modificando, assim, o portfólio dos investimentos dos agentes no mercado financeiro.

Contudo, é preciso considerar que embora a inflação seja um fenômeno monetário, isto não significa que as causas da inflação sejam exclusivamente monetárias. Esses aspectos precisam ser levados em consideração quando se discute a Política Monetária. Como lembra Généreux (1995), a inflação tem múltiplas fontes: pode ocorrer por uma pressão inesperada da demanda provocada por um *boom* de exportações, por queda de poupança, aumento do crédito e dos meios de pagamento, etc.; pode ser ocasionada por uma alta inesperada nos custos de produção (choques de oferta); pode ter como causa um desequilíbrio estrutural entre a oferta e a demanda

provocado por despesas com investimento ou com gastos públicos que provoquem um fluxo de renda imediato induzindo uma demanda cuja oferta aconteça com defasagens ao longo do tempo; pode, ainda, ser induzida por mudanças estruturais de custos associadas a um conflito político de repartição da renda entre capital e trabalho; além disso, a inflação pode ser decorrente de uma redução do nível de concorrência nos mercados, induzindo as empresas a repassarem custos aos preços antes de se encontrarem outras soluções viáveis (como aumento da produtividade, por exemplo).

Assim, partindo desse sucinto elenco de fatores que podem deflagrar um processo de inflação, percebe-se que a expansão monetária é uma hipótese ou, pelo menos, um dos múltiplos fatores, que podem induzir a inflação, o que traz uma implicação muito importante: a tentativa de estabilizar a moeda a partir do controle do estoque monetário pode muito bem debelar o sintoma do desequilíbrio monetário, sem, contudo, anular o próprio desequilíbrio, à medida que as causas fundamentais permanecem latentes, o que sugere outra conclusão: nem sempre as taxas de juros são o melhor instrumento para debelar desequilíbrios monetários, é preciso perquirir as razões que os explicam.

Por outro lado, não há como deixar de considerar, como muitos economistas fazem e fizeram, que a moeda não é uma mercadoria como qualquer outra: é preciso ponderar que nem sempre a moeda mantém uma relação estável com um ativo real (uma mercadoria “de verdade”), ou dito de outra forma, que nem sempre a função da moeda é ampliar o estoque de riqueza real.

Quando dizemos que a moeda, na sua forma dinheiro, nem sempre mantém uma relação com um ativo real, estamos fazendo referência ao fato, destacado por Rotta & Paulani (2009) de que a moeda, atualmente não é mais exclusivamente um equivalente geral das trocas, tampouco sua demanda é exclusivamente uma passagem simbólica para consecução daquilo que representa: a riqueza real. A moeda, na forma dinheiro, ganha certa autonomia daquilo que representa, onde se demanda unicamente pelo fim de retê-la, como se fosse o próprio tesouro em si, em outras palavras é como se a representação da riqueza real, que é o dinheiro, ou a moeda na forma dinheiro, ganhasse autonomia daquilo que, de fato, deveria representar, deixasse de ser símbolo ou expressão para ser o próprio objeto. Daí a importância de se estudar a natureza da moeda e também o papel da política monetária, dada essa autonomia que, contemporaneamente, vem ganhando frente aos ativos reais.

Os aspectos elencados até aqui desnudam a discussão sobre a moeda e a política monetária. Essa discussão não é tão pacífica por mais simples que a moeda possa parecer e envolve aspectos que não são exclusivamente econômicos. Mas mesmo no campo da teoria econômica ortodoxa (que é a ênfase que será dada neste artigo) a discussão também não é pacífica, como também não são consensuais as implicações de política monetária decorrentes do entendimento do funcionamento de uma economia monetária.

## **2. Os temas recorrentes da Política Monetária**

A política monetária, assim como a política econômica de maneira geral trata de temas que são recorrentes. Ao longo da história os grandes temas que permeiam os debates econômicos são, em certo sentido, perspectivas diferentes, subjacente a novas abordagens em torno de questões antigas, tais como o embate Estado x mercado, ou o modo como variações monetárias afetam ou não variáveis reais (neutralidade ou não-neutralidade), ou o debate sobre a exogeneidade ou endogeneidade da moeda, etc. As questões são recorrentes até porque a natureza e o próprio conceito do que entendemos como moeda é, de certa forma, dinâmico. Quando se fala em demanda de moeda hoje, por exemplo, não se está querendo falar, obviamente, da moeda metálica propriamente dita, e talvez nem se faça referência à moeda fiduciária propriamente dita, mas talvez se queira falar de liquidez, que pode ser expressa simplesmente por cartão de débito ou de crédito.

Em outras palavras, não é preciso valer-se do dinheiro propriamente dito para operar as transações mais básicas da economia como comprar e vender, o que desloca a questão da demanda de moeda do centro das atenções, por exemplo, e evoca a importância dos mecanismos de crédito. Essas transformações afetam a dimensão monetária, ou a maneira de ver a moeda, à medida que dão velocidade às transações, e à medida alteram a liquidez na economia. Como consequência, algumas questões desaparecem e outras reaparecem no debate econômico.

De todo modo, as questões teóricas que vez por outra desaparecem e reaparecem nesse debate estão, grosso modo, vinculadas às principais conclusões sobre a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). As conclusões clássicas, monetaristas, keynesianas, novo-keynesianas e novo-clássicas em alguma medida dialogam com as premissas dessa teoria.

Num esforço grande de síntese a TQM, tradicionalmente, postulava que: a) a moeda seria a causa dos preços das mercadorias, quer seja através do aumento do estoque nominal de moeda que estimularia diretamente o gasto em bens de consumo, quer seja através do efeito indireto dos juros que poderia induzir o aumento do investimento o que pressionaria pela elevação dos preços de todos os bens; b) a variação dos preços em decorrência desse aumento seria na exata proporção da variação do estoque nominal da moeda, uma vez que os agentes tenderiam a manter saldos monetários reais; c) como consequência dessa variação nessa exata proporção assumia-se que alterações monetárias não afetariam variáveis econômicas reais, sendo, portanto a moeda neutra; d) a moeda teria primazia na determinação no nível geral de preços, o que sugere que custos e demanda poderiam afetar o nível dos preços relativos, mas não o nível geral de preços, logo, fatores reais não afetariam o nível geral dos preços; e) como consequência dessas conclusões assumia-se também que a quantidade ofertada de moeda não dependia das transações econômicas em si, ou seja, a base monetária não pode atuar de forma autônoma sobre os preços, independente da quantidade de moeda, uma vez que esta é determinada pela autoridade monetária; f) decorrente desse postulado assumia-se, também, que a autoridade monetária possui todo o controle sobre a quantidade de moeda e quase-moeda em circulação na economia.

Até então se assumia, como entendia a teoria clássica, que o motivo transacional era a única razão da demanda por moeda e que ela não afetava as decisões dos agentes econômicos, e que preços e salários eram sempre flexíveis, bem como a moeda era uma mercadoria como qualquer outra.

Essa análise é contestada quando da revolução keynesiana que, entre outras coisas, postulava, no tocante à moeda, que o real e o monetário se integram para explicar os ciclos econômicos, que ao contrário do que se imaginava não havia proporcionalidade entre o nível de preços e a oferta de moeda e que a moeda tinha peculiaridades capazes de afetar a economia tanto no curto quanto no longo prazo, que a demanda por moeda não se explicava apenas pela sua natureza transacional, mas, também, por constituir-se num ativo de ampliação da riqueza, logo não seria neutra e refletiria, também, o grau de incerteza subjacente à economia.

Entre alguns dos aperfeiçoamentos feitos à TQM pelas escolas supracitadas, podemos, de forma muito sucinta, destacar: a) o fato de que a moeda não pode ser uma mercadoria como qualquer outra por que seria desprovida de utilidade marginal, a constatação de que pelo menos no curto prazo seria possível admitir a possibilidade de

não-neutralidade da moeda e por consequência aceitar que a moeda poderia engendrar *booms* e recessões (contribuição dos *neoclássicos*); b) o fato de que o equilíbrio é contínuo nos mercados competitivos dadas as expectativas racionais dos agentes, o que supõe a oferta agregada ajustada sempre ao nível natural; a flexibilidade dos preços; a primazia dos bancos como estabilizadores da ordem econômica, a aceitação de que a neutralidade se dá pela manipulação da moeda pelos bancos e que mesmo no curto prazo a não-neutralidade dar-se-ia pela “ilusão monetária” ou pela rigidez contratual que impediria o reajuste automático dos preços. Contudo, quanto mais os preços relativos forem flexíveis, mais rápido o nível geral de preços sobe e moeda tornar-se-ia neutra no curto prazo (*novos-clássicos*).

O monetarismo moderno postulava que a moeda era a influência dominante sobre a renda nominal e que a política monetária em si não determinava a taxa de juros, já que esta era produto das interações da autoridade monetária no mercado título, ao tentar afetar o crédito e a quantidade de moeda. Uma conclusão importante era que a estabilidade no crescimento do estoque de moeda era fundamental para estabilidade econômica. Os monetaristas acreditavam que a estabilidade se consegue pela adoção de uma regra para a taxa de crescimento do estoque monetário.

Em maior ou menor medida, como se verá nos artigos seguintes, todo o debate recente é tributário dessas contribuições teóricas. Mas o grande debate travado deu-se entre Keynesianos e monetaristas. Mais importante que as diferenças teóricas e metodológicas é perceber as diferenças ideológicas que são subjacentes às propostas de cada corrente teórica.

A grande diferença entre keynesianos e monetaristas está em duas grandes questões: a primeira na aceitação do mercado como agente capaz de absorver choques ou de provocá-los; a segunda reside na capacidade de se prever choques e na habilidade de se projetar políticas para combatê-los. Os primeiros são céticos quanto à capacidade de absorção de choques pelo mercado, até porque o entendem como inerentemente instável, mas são extremamente confiantes quanto à capacidade de previsão e de se desenhar políticas de combate a esses choques, os últimos são, grosso modo, o inverso dessas relações.

Mas, é possível mesmo ter clareza quanto aos resultados das decisões de política monetária? Os resultados efetivos das políticas monetárias, de fato, podem ser previsto ou esperados de acordo com o desenho ou modelo proposto pelo regime de política monetária que se esteja adotando?

### 3. Os efeitos da Política Monetária não são tão claros como se imagina

Ultimamente um dos grandes temas que vem tomando a preocupação dos acadêmicos de Economia é justamente entender o processo pelo qual se chega às conclusões aqui postas, em outras palavras: como as decisões de política monetária afetam ou não a atividade? Por quais canais elas se transmitem? Em quanto tempo? As decisões sobre a moeda não produzem efeitos colaterais ou que podem se anular? Além disso, que variáveis afetadas pelas decisões de política monetária têm maior peso nos efeitos esperados pela política? Essas e outras questões permanecem em aberto tornando-se a “caixa preta<sup>2</sup>” da política monetária. Na literatura econômica essas questões são tratadas sob a abordagem dos canais ou mecanismos de transmissão da política monetária.

Os canais pelos quais se transmitem as decisões de política monetária são condicionados por circunstâncias específicas nas quais a política é desenhada, depende da economia que se está analisando (desenvolvida, emergente, etc.), do seu grau de desenvolvimento institucional e político, do nível de desenvolvimento financeiro, do grau de abertura, da situação patrimonial dos agentes econômicos, etc. Em geral é um processo longo, com defasagens e incerto. Para exemplificar o problema basta considerar que variações na mesma magnitude em qualquer variável não geram sempre o mesmo efeito no tempo. Além disso, é relativamente difícil atribuir o resultado esperado à alteração proposta, já que há uma enorme dificuldade de se isolar o impacto provocado pela decisão de política monetária, sobretudo porque, quando das decisões de política monetária, outros canais de transmissão simultâneos podem se abrir ocasionando interações que podem modificar os efeitos esperados, diminuindo, retardando, anulando, ou alterando o resultado completamente.

Quando pensamos sobre o efeito provocado pelo aumento da liquidez, através de reduções nas taxas de juros, concluímos, com base nos resultados dos modelos IS-LM ou AS-AD, pelo impacto real sobre o nível de atividade. Contudo, o processo pelo qual se imagina esse resultado pode não conduzir, necessariamente a aumento do nível de atividade. É preciso ter clareza do processo de transmissão desses efeitos. Em geral a literatura especializada (Chernavsky, 2011; Vasconcelos & Fonseca, 2011; Gontijo, 2007; Fuinhas, 2002a, 2002b; Mendonça, 2001; Matsumoto, 2000;) aponta vários

---

<sup>2</sup> Bernanke & Gertler, 1995.

efeitos que podem surgir a partir da abertura de diferentes canais de transmissão monetária.

Alterações nas taxas juros, a título de exemplo, ao provocarem alterações reais de juros, afetam a despesas agregada de maneira distinta: é possível que reduções nas taxas de juros ao amainar a estrutura de custos do capital possam induzir ao aumento da despesa com investimento, desde que o custo mais relevante seja o custo do capital circulante; se a estrutura de custos fixos tiver maior peso na estrutura de custos do capital, talvez os juros de curto prazo tenham pouca influência para induzir a despesas agregada com investimentos (na suposição de que as taxas de juros de curto prazo não influenciem as taxas de juros de longo prazo).

Por outro lado, o efeito dos juros não afeta apenas os custos de capital, os juros também afetam a despesa agregada pelo lado do consumo, à medida que eleva o custo de oportunidade de consumir depois. Taxas de juros mais baixas podem, de fato, induzir ao aumento do consumo, desde que ocorra o efeito substituição, indução do gasto presente ao invés do gasto futuro. Contudo, no caso brasileiro é bom lembrar, como faz (Chernavsky, 2011) que a taxa básica dificilmente é a referência relevante para as decisões de gasto dos agentes econômicos, sobretudo pelas históricas taxas exorbitantes dos *spreads* bancários que induzem aos agentes a considerar patamares bem mais elevados de juros nas decisões sobre o gasto. Ademais, é preciso considerar ainda que mudanças políticas e institucionais alteraram bastante o mercado de crédito, sobretudo a partir de 2003, o que tem proporcionado um crescimento do volume de crédito como proporção do PIB a despeito das variações da taxa de juros, fazendo com que os efeitos da política monetária através das variações na Selic tenham efeitos nulos ou pouco significativos sobre o crédito.

Ademais desses efeitos é preciso considerar, ainda, o impacto que a redução dos juros provoca na composição dos ativos financeiros dos agentes econômicos: redução dos juros pode ocasionar uma mudança na composição do portfólio de alocação da riqueza desses agentes. Esse aspecto é importante por que a moeda não é simplesmente uma forma de alocação da renda em gasto e despesas, mas, também, uma forma de alocação da própria riqueza. Assim, juros mais baixos podem induzir a venda de uns ativos (como por exemplo, títulos públicos) e a compra de outros, ou pode meramente provocar um efeito complementar sobre os ativos. Neste último processo não há um efeito líquido real sobre as despesas agregada o que há na verdade é uma mudança na



composição da riqueza sem um fluxo de renda-gasto. É preciso, então sopesar que efeitos tem maior ascendência sobre os outros.

Por outro lado variações nas taxas de juros também induzem modificações nas taxas de câmbio e o câmbio também reverbera efeitos distintos sobre a economia aberta. Em geral o efeito mais lembrado produzido pelo câmbio através da indução da política monetária via juros é a alteração dos preços relativos. O processo dar-se-ia da seguinte maneira: juros menores afetam o diferencial de juros interno e externo induzindo a uma desvalorização cambial, alterando os preços relativos em favor do resto do mundo o que poderia ocasionar aumento das exportações e induzir o incremento do nível de atividade.

Antes de tudo é necessário considerar que esse efeito depende sensivelmente da elasticidade das exportações às variações na taxa de câmbio, da composição das exportações (os efeitos são bem diferentes em se tratando de manufaturas e *commodities*) e se os exportadores preferirão adotar uma posição de ganho pela competitividade, que reflita no preço em dólar a desvalorização cambial, ou uma posição de ganho pela margem, mantendo inalterado o preço em dólar e aumentando a margem em moeda doméstica.

Além disso, é preciso considerar, ainda, que os preços relativos também provocam alterações nas importações suscitando mudanças na estrutura de oferta das empresas, à medida que o custo de produção se eleva com importações mais caras (matérias-primas, etc.). Um resultado estimado caso o último efeito fosse proeminente seria a redução do nível de atividade em razão da restrição da oferta dada pela elevação dos custos. Logo o aumento de liquidez suposto não traria efeito real à medida que fosse anulado pelo efeito cambial da política monetária de redução dos juros.

Mas mesmo que o efeito proeminente não fosse o de restrição da oferta pela elevação do custo, não estaria dado que a demanda agregada poderia aumentar pelo efeito cambial de elevação das exportações. Dependeria do efeito cambial produzido na estrutura patrimonial e financeira dos agentes. A alteração nos preços relativos não é o único efeito produzido pelo câmbio a partir da indução da política monetária. As mudanças do câmbio (desvalorização) provenientes de reduções dos juros pode afetar também o balanço das empresas com parcela significativa de seus passivos financeiros em moeda internacional. O peso das obrigações financeiras com credores internacionais podem induzir os agentes a um comportamento mais parcimonioso e impactar negativamente a demanda agregada.

Uma conclusão provisória que podemos chegar até aqui é que o sentido da variação dos juros (pra cima ou pra baixo) por si só não qualifica se a política monetária é expansionista ou contracionista. Pelas análises que empreendemos até aqui não é tão certo que políticas de reduções de juros possam, de fato, ter impactos reais significativos sobre o nível de atividade (até as variações da taxa de juros também afetam outros ativos financeiros e reais), podendo inclusive, dependendo do canal de transmissão mais proeminente, o produto e o emprego caírem.

Para enfrentar tal questão Tobin, já nos anos 60, propôs uma relação entre o valor de mercado do capital e o custo de reposição deste capital (conhecida como “ $q$ ” de Tobin). Toda vez que alterações nas taxas de juros provocassem uma elevação dessa razão poder-se-ia esperar que o gasto com investimentos crescesse. A conclusão parte do fato de que se o “ $q$ ” se elevasse era por que o valor de mercado do capital seria bem maior que o seu custo, o que incentivaria o gasto em novos investimentos a partir de emissões de novas ações; mas se as alterações na taxa de juros provocassem uma queda dessa relação (um “ $q$ ” menor) era por que a diferença entre o custo de reposição do capital e o seu valor de mercado era bem pequeno não induzindo o gasto para aquisição novos investimentos (construção de novas fábricas e compra de novos bens de investimento).

Caso os investidores ainda assim quisessem investir em ativos reais, seria prudente, ao invés de gastar em novos investimentos, adquirir os que já existem (fusões e aquisição de capital). Nesse sentido uma política monetária expansionista seria aquela cuja variação na taxa de juro provocasse uma elevação do “ $q$ ” de Tobin (induzindo novos gastos em investimento) e, ao contrário, uma política monetária contracionista seria aquela que provocasse um efeito contrário na relação expressa pelo “ $q$ ” de Tobin.

Esse mecanismo descrito por essa relação é conhecido na literatura especializada como canal de transmissão dos preços dos ativos e parte da hipótese de que variações na taxa de juros afetam o preço dos títulos e o preço das ações. Por exemplo, se consideramos uma elevação dos juros, podemos admitir que os preços dos títulos tendam a tornar-se mais atrativos e podem induzir uma redução da demanda por ações e aumento da demanda por títulos o que implicaria uma alteração na relação proposta por Tobin (um “ $q$ ” menor), induzindo uma queda no valor de mercado do capital em relação ao seu custo, o que poderia obstruir a aquisição de novos investimentos.

Por outro lado, se há alterações no preço das ações isso afeta também a composição da riqueza financeira das famílias. Logo se supusermos uma alta nas taxas

de juros e, como decorrência, uma queda no preço da cotação das ações isso pode induzir a um efeito riqueza menor ocasionando uma tendência à contração das despesas em consumo das famílias em razão da diminuição dos seus recursos financeiros.

O mecanismo lógico desses canais reside na suposição de que a variação das taxas de juros devem afetar sensivelmente o mercado de obrigações (títulos da dívida pública) e o mercado de ações, que, por sua vez, devem afetar a despesas agregada com o consumo e o investimento e, por consequência o produto e a atividade. Contudo, é importante ponderar que essas suposições dependem da estrutura dos mercados financeiros e do nível de repartição da renda em cada economia.

No caso brasileiro, por exemplo, é possível observar que dada uma estrutura extremamente desigual da renda, o efeito riqueza a partir das alterações na cotação das ações dificilmente afetará o conjunto da demanda agregada, principalmente, por que parcela significativamente elevada dessa riqueza financeira se concentra num número reduzido da população, o que torna seu efeito sobre o nível da atividade desprezível. Além disso, se considerarmos que grande parte dos títulos públicos em mãos dos agentes econômicos corresponde a títulos pós-fixados, pode-se concluir que a variação nos juros embora possa exercer impactos sobre o preço das ações não afeta sensivelmente o mercado de obrigações. Ademais é possível admitir, no caso brasileiro que a política pode tornar-se inclusive contraproducente, à medida que, por exemplo, uma elevação da taxa de juros conduza a um aumento do efeito-renda sobre os detentores dos títulos de dívida pública que possam conduzir a um aumento de gasto, elevando a demanda agregada, produzindo, assim, um efeito inverso ao esperado pela elevação dos juros.

Uma conclusão importante que se pode tirar de todas essas análises é que quando se trata da moeda ou da política monetária as ilações que fazemos quando das análises do mercado de bens e serviços, ou de ativos reais não são generalizáveis à moeda. Não é tão simples quando se trata da moeda e de suas repercussões sobre os ativos financeiros. Com certeza, quando se presume que a oferta de um bem aumenta, como a carne, o pão, o feijão, é admissível concluir que os preços desses bens tendem a cair em razão do excesso desses bens. Mas quando fazemos a mesma presunção no tocante à moeda, não é tão claro ou evidente que a moeda se desvalorize, principalmente porque a variação da quantidade de moeda afeta de maneira diferente os ativos financeiros, o que sugere inquirir sobre a relação entre a moeda e os ativos financeiros analisar o grau de complementaridade e substitutibilidade entre os ativos; e, ademais,

por que a moeda é tanto uma forma de alocação da renda como também uma forma de alocação da riqueza.

Por outro lado, no caso mais particular do Brasil, a importância dada à estabilidade monetária, sobretudo a partir do Plano Real, quase sempre pressupõe que o fenômeno inflacionário é um produto do excesso de oferta de moeda ou do excesso de demanda, sendo necessário, para manutenção da estabilidade o uso das taxas de juros como instrumento de controle monetário. Esse entendimento, embora seja aceito por grande parte dos economistas brasileiros, não é de modo algum consensual. Embora haja muitos economistas que expressem enorme preocupação com taxas de inflação em torno de 6% ao ano e exijam austeridade monetária e fiscal para controlar a demanda, há outros para os quais essa taxa não lhes “tira o sono”<sup>3</sup>.

Essa preocupação levou desde 1999 o Brasil a adotar o Regime de Metas de Inflação, que se comprometia fundamentalmente com a estabilidade monetária. A ideia básica subjacente ao modelo era a de que o regime de metas ao dar estabilidade monetária à economia, à medida que contivesse a pressão dos preços induzida pela demanda levaria o produto ao seu nível natural, produzindo, também um nível estável do produto. Mas como foi visto acima nem sempre os canais pelos quais as decisões de política monetária são transmitidas são claros e o resultado nem sempre é o que se espera.

Uma análise extremamente interessante é colocada por Serrano (2008) quando analisa criticamente o Regime de Metas de Inflação adotado pelo Brasil. Vale lembrar os pressupostos desse modelo, que, segundo o autor em tela, radica em três principais pressupostos: a de que a inflação é resultado de choques de demanda, que a taxa de juros é a variável proeminente que controla a demanda agregada e que a variação na taxa de juro é um efeito colateral. As implicações desses pressupostos levam a supor que no caso brasileiro o hiato do produto afeta de maneira sistemática a inflação, que os choques inflacionários têm persistência total, que o produto potencial é independente do produto corrente e que os choques de custos são estocásticos.

Partindo das principais conclusões de estudos econométricos recentes (principalmente de Banco Central, 2008; Summa, 2007a; Maia & Cribari-Neto, 2006; Freitas, 2006; Ferreira & Jayme Junior, 2005 apud Serrano, 2008) o autor supracitado rechaça todas as suposições implícitas do regime de metas de inflação como de validade

---

<sup>3</sup> Entrevista concedida por Luis Carlos Bresser Pereira ao Jornal da Manhã – Jovem Pan em 13/03/2013.

corrente para o caso brasileiro. Chegando a conclusão de que o Regime de Metas de Inflação não funciona de maneira adequada na realidade brasileira por estarem ausentes às suposições implícitas no modelo. Contudo,

[...] fica a questão: **como é possível controlar a inflação a partir da taxa de juros, numa economia em que não há evidência de que o controle da demanda agregada seja capaz de conter diretamente o aumento de preços** ou salários nominais, e onde há um conjunto de pressões inflacionárias pelo lado dos custos?. (Serrano 2008: 65, *grifo dos autores*)

Para o autor a resposta parece clara, o relativo controle da inflação que tivemos desde 1999 não se deve necessariamente aos efeitos dos juros sobre a contenção da demanda agregada, mas principalmente pelos efeitos cambiais produzidos pelas decisões monetárias de gerar elevados diferenciais de juros.

É a valorização do câmbio resultante do elevado diferencial de juros que torna possível a transformação de grandes choques de oferta negativos em dólares em choques de oferta positivos em reais, quando comparamos as taxas de variação anualizadas dos preços das importações em dólares e em reais [...] Outro fator de controle da inflação de custos tem sido a política do governo de não repassar integralmente para os preços internos da gasolina e, especialmente, do óleo diesel, as brutais variações externas do preço do petróleo (o que ficou claro quando recentemente o governo reduziu impostos indiretos para compensar o reajuste parcial do preço interno). (Serrano, 2008: 66)

Em síntese, nessa análise, o autor deixa claro que no caso brasileiro recente não é o canal dos juros sobre a inflação ou da demanda sobre a inflação que tem um efeito maior de transmissão, mas justamente dos juros ao câmbio e do câmbio aos preços. O relevante, nesta interpretação da realidade recente, é mostrar a importância da investigação dos canais de transmissão monetária e como as análises equivocadas podem provocar resultados contraproducentes. Veja-se, por exemplo, o debate recente sobre austeridade fiscal, onde se presume um maior superávit primário e consequente controle dos gastos governamentais ou mesmo controle do crédito. Essas medidas podem tornar-se inócuas em relação à inflação à medida que afetam a demanda agregada, mas podem não afetar o canal de transmissão dos preços, isto é, se, de fato, e parece que é, a inflação tiver natureza nos custos.

#### 4. A Economia Política da Política Monetária

Outro aspecto importante e quase nunca considerado nas análises econômicas das políticas macroeconômicas diz respeito às implicações dessas políticas, em particular a condução da política monetária, na estrutura de poder e interesses dos blocos econômicos em disputa no Estado. Não se pode admitir que os resultados da política monetária reflitam-se exclusivamente sobre aspectos tidos como “técnicos” tais como o nível de inflação desejada, sobre a taxa de juros adequada, ou, ainda, sobre o nível de ajuste necessário à taxa de câmbio capazes de reduzir os *trade-off* que afetam as grandes questões econômicas nacionais.

É preciso considerar que a condução da política monetária afeta de forma nodal a manutenção da hegemonia e do poder absoluto e relativo dos *stakeholders* da política econômica. Nesse aspecto, é fundamental que as análises da política monetária e, em geral, da política macroeconômica, contemplem em suas perspectivas o aspecto político da política macroeconômica. E quando se fala desse aspecto político não se está fazendo alusão ao debate quanto aos objetivos e instrumentos da política monetária, ou seja, o aspecto político da política monetária não diz respeito apenas ao debate sobre a orientação da política monetária em focar a estabilidade monetária ou o nível da atividade econômica, ou em estabelecer os instrumentos operacionais, se o exclusivismo da taxa de juros ou adicionalmente operações de controle de capitais.

Mas se está pondo em pauta, antes de qualquer coisa, que a moeda, como a conhecemos hoje, é uma instituição criada pelo Estado e dele é o seu monopólio. Isso leva de imediato a refletir que a moeda, e principalmente a política monetária, não é apenas a manifestação de um fenômeno exclusivamente econômico, decorrente da relação mais básica da economia, as trocas voluntárias, mas um campo de disputa político dos distintos agentes à medida que alterações no valor da moeda, através da política monetária, afetam, fundamentalmente, todos os ativos reais e financeiros, domésticos e internacionais, que compõe o portfólio da riqueza desses agentes.

Nesse sentido quando se fala em um regime de política macroeconômica, ou no caso particular de um regime de metas de inflação, é preciso que se entenda que um regime é um conjunto de condições políticas e econômicas ancoradas em pressupostos ideológicos, materializados pelas teorias econômicas (que pressupõe uma disputa por uma visão particular de mundo) mas que sofrem as mais diversas interações com elementos institucionais e estruturais, historicamente particulares, e que estão sujeitos a

modificações decorrentes das estratégias dos sujeitos que disputam o regime, tais como os grupos de interesse econômico-financeiros, industriais e os próprios *policymakers*.

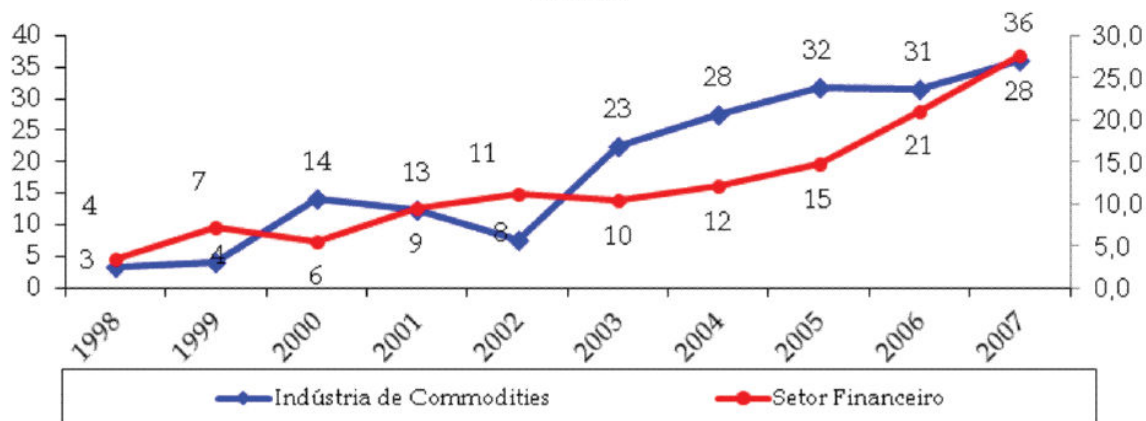
Portanto, no caso brasileiro, não se pode concluir, como alguns o fazem, que a orientação da política econômica tenha sido a mesma ao longo do tempo, embora o regime de metas de inflação tenha se estabelecido desde 1999. Por outro lado, não há que se advogar que as mudanças na condução da política representem uma mudança do regime, como se a manutenção do regime exigisse a ausência de quaisquer elementos perturbadores ao desenho da política econômica. Os elementos que “perturbam” o desenho da política econômica (no sentido de desviá-lo das bases originais de sua implementação) são, como se supramencionou, o movimento de interações e estratégias dos diversos *stakeholders* afetados pela condução da política econômica.

Assim, quer seja nos governo de FHC, de Lula, ou, mais recentemente da presidenta Dilma, a política monetária sempre teve orientações distintas, resultado óbvio do embate de interesses pela manutenção de poder e pela hegemonia de classe. O trabalho de Teixeira & Pinto (2012) é fundamental para corroborar esse argumento, ao concluírem que as mudanças recentes no bloco no poder, entre o final do governo Lula e início do governo Dilma, conferiram maior autonomia ao Estado, especialmente diante da fração bancário-financeira, até então hegemônica, o que abre espaço para a retomada das políticas de desenvolvimento.

O que a análise apresenta é que as possibilidades de desenvolvimento do país dependem, além dos condicionantes externos, da dinâmica das relações entre o Estado e as frações que compõem o bloco no poder. Como pode ser observado no gráfico I, é evidente que há uma mudança no poder relativo do bloco financeiro a partir de 2002 quando os setores de commodities (intensivo em capital) começam a participar de uma fatia maior da renda. Embora não se possa falar de uma crise da hegemonia financeira (apesar da crise de 2008) é evidente que a disputa política sobre o campo das políticas macroeconômicas, em especial da política monetária, deva dar-se com muito mais intensidade, à medida que se ensaia uma tentativa de desenvolvimento nacional, que exigirá maior autonomia do Estado, e à medida que o setor industrial ligado às *commodities* aumente sua participação no volume de lucros.

### GRÁFICO I

Evolução real dos lucros líquidos do IC e SF (1995 = base deflacionados pelo IPCA)  
(R\$ bil)



Nota: Setores: IC – Indústria de Commodities; SF – Setor financeiro.

Fonte: Teixeira & Pinto, 2012 (Balanço Anual da Gazeta Mercantil).

## 5. Considerações Finais

A política monetária recente, mais uma vez tem sido alvo de intenso debate. Os motivos pelos quais o debate reacende não se circunscrevem apenas quanto ou à meta de inflação propriamente dita ou à taxa de variação dos juros, mas também quanto à sua exclusividade na condução da política monetária. A discussão também se concentra nos objetivos da política à medida que para alguns ela se distancia do objetivo canônico de controlar a inflação e passa a contemplar outros objetivos macroeconômicos, o que para alguns põe em dúvida a credibilidade da política e da própria autoridade monetária.

A proposta deste artigo foi considerar que concomitante a estes aspectos é preciso perquirir, de fato, quais são os resultados da política monetária; quais os mecanismos proeminentes na transmissão das decisões de política monetária, uma vez que não é tão simples a relação que supõe o efeito da variação da taxa de juros sobre o nível de atividade. O processo pelo qual o efeito se transmite é incerto. E se não há clareza quanto aos canais efetivos de transmissão ou mesmo quando não se consegue ponderar os aspectos estruturais e institucionais relevantes que podem bloquear ou atritar a transmissão monetária, o debate sobre a política monetária passa a ter um peso retórico muito mais que pragmático: se defende o modelo muito mais pela elegância e sofisticação do modelo do que pelos resultados efetivos ou pelas relações causais que pode suscitar.



Ademais é preciso sopesar ainda os efeitos políticos das decisões da política monetária, não apenas quanto à imagem da autoridade monetária ou da influência política sobre a condução da política monetária, mas, sobretudo quanto aos efeitos que essa política produz sobre a correlação de forças dentro do bloco de poder hegemônico no Estado, e, portanto, sobre a disputa pela hegemonia. Como se disse, é preciso ter clareza que a política monetária está sujeita a pressões decorrentes das estratégias e interesses de poderosos *stakeholders* que são diretamente afetados pela orientação dessa política. Portanto, não se pode perder de vista que a política monetária tem um impacto muito maior que a variação das estatísticas dos agregados macroeconômicos. Seus efeitos reverberam sobre a vida.

## Referências Bibliográficas

BERNRANKE, Ben S. e GERTLER, Mark. Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission. **Journal of Economic Perspectives**, 9(4): 1995, 27-48.

CHERNAVSKY, E. As Deficiências nos Canais de Transmissão e a Ineficácia da Política Monetária no Brasil. **Informações Fipe**, n. 368, set. 2011.

CHERNAVSKY, E. Efeitos estruturais da política monetária e o canal de custos. **Informações Fipe**, n. 336, set. 2008.

CHERNAVSKY, E. **No mundo da fantasia**: uma investigação sobre o irrealismo na ciência econômica e suas causas. Tese (Doutorado). FEA – Universidade de São Paulo, 2011.

CONTIJO, Cláudio. **Os mecanismos de transmissão da política monetária**: uma abordagem teórica. Texto para discussão 321, Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2007.

FUINHAS, José Alberto. **O canal do crédito e a política monetária**. Texto para Discussão DGE- 4/2002. Departamento de Gestão e Economia (DGE), Universidade da Beira Interior, Covilhã, PORTUGAL, 2002.

FUINHAS, José Alberto. **Os canais de transmissão da política monetária**. Texto para Discussão DGE- 2/2002. Departamento de Gestão e Economia (DGE), Universidade da Beira Interior, Covilhã, PORTUGAL, 2002.

GÉNÈREUX, Jacques. **Introdução à Política Económica**, Editorial Estampa, Portugal, 1995.

MATSUMOTO, Kensuke. **Efeitos reais da transmissão de política monetária: comparação empírica entre Brasil e Argentina.** Rio de Janeiro, FGV/EPGE, 2000 (Dissertação de Mestrado).

MENDONÇA, Helder Ferreira. Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro. **Economia e Sociedade**, Campinas, (16): 65-81, jun. 2001.

ROTTA, Tomas Nielsen e PAULANI, Leda Maria. A Teoria Monetária de Marx: Atualidade e Limites Frente ao Capitalismo Contemporâneo. **Economia**, Brasília(DF), v.10, n.3, p.609–633, set/dez 2009.

SERRANO, Franklin. Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil. São Paulo, **Revista de Economia Política**, vol. 30, no 1 (117), pp. 63-72, janeiro-março/2010.

TEIXEIRA, Rodrigo Alves e PINTO, Eduardo Costa. A economia política dos governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 21, 2012 (número especial), p. 909-941.

VASCONCELOS, M. R. & FONSECA, M. W. **Política monetária no Brasil: mecanismos de transmissão e impactos diferenciados nas regiões e estados da federação.** In *Anais da ANPEC-Nordeste*, Fortaleza, 2002.