

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**OS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA  
MONETÁRIA: PECULIARIDADES BRASILEIRAS E  
EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA NO PERÍODO  
DE 2000 – 2013**

FLAVIA CARVALHO DE MORAES E SILVA  
Matrícula nº 110144548

ORIENTADOR: Prof. André de Melo Modenesi  
CO-ORIENTADOR: Norberto Montani Martins

SETEMBRO 2014

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**OS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA  
MONETÁRIA: PECULIARIDADES BRASILEIRAS E  
EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA NO PERÍODO  
DE 2000 – 2013**

FLAVIA CARVALHO DE MORAES E SILVA  
Matrícula nº 110144548

ORIENTADOR: Prof. André de Melo Modenesi  
CO-ORIENTADOR: Norberto Montani Martins

SETEMBRO 2014

*As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor*

## **AGRADECIMENTOS**

O meu maior agradecimento é para meus pais, Janine e Luiz, sem eles nada seria possível. Obrigada por todos esses anos dedicados a mim, e pelo apoio incondicional as minhas escolhas. Agradeço também a minha irmã, Luiza, que sempre esta ao meu lado, compartilhando todos os momentos, obrigada pela força! Devo ainda, um obrigada mais que especial aos meus avós, Jansen e Gilda, e José e Yolanda, pelo carinho e conselhos que sempre me ajudaram e fortaleceram as minhas escolhas. Agradeço ao meu coorientador e companheiro Norberto, sem você não teria conseguido realizar esse trabalho de tal forma. Obrigada pelas dicas, pelo apoio e por ter me ajudado de forma tão presente durante todo o trabalho. Obrigada também ao professor André Modenesi, por ter me dado a oportunidade de trabalhar no grupo da moeda e assim começado a pesquisar sobre tal assunto que me interessei tanto, além, de claro, das revisões e dicas para o presente trabalho.

## **RESUMO**

Este trabalho trata dos mecanismos de transmissão da política monetária e a eficácia desta para a economia brasileira no período de 2000 a 2013, principalmente sobre a ótica pós-keynesiana. Verificou-se que os canais tradicionais de transmissão da política monetária, baseados na teoria Novo Consenso, não funcionam em sua plenitude no Brasil, devido a diversas peculiaridades da economia brasileira. Ademais, seguindo a teoria pós-keynesiana, observou-se a presença de mais dois mecanismos de transmissão ligados à estrutura produtiva da economia, que ao não serem levados em conta, prejudicam a condução da política monetária. Além disso, o fato do Regime de Metas de Inflação, adotado no Brasil como mecanismo de controle inflacionário, não combater de forma eficaz as inflações advindas da frente de custos dos fatores, principal fonte de choques inflacionários da economia brasileira, faz com que o próprio regime seja ineficaz no combate inflacionário.

## ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	7
CAPÍTULO I - OS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA SEGUNDO O “NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO” .....	9
I.1. Operacionalidade da Política Monetária .....	9
I.2. Os mecanismos de transmissão da política monetária .....	12
I.2.1 Estrutura a termo da taxa de juros.....	13
I.2.2. Taxa de câmbio .....	14
I.2.3. Expectativas inflacionárias.....	16
I.2.4. Crédito.....	17
I.2.5. Preço dos ativos.....	20
I.3. Conclusão.....	21
CAPÍTULO II – A VISÃO PÓS-KEYNESIANA DO PROCESSO INFLACIONÁRIO.....	23
II.1. A concepção Pós-Keynesiana do processo inflacionário.....	23
II.2. Os canais de custo.....	29
II.2.1. O Canal de crédito-custo.....	29
II.2.2. Canal câmbio-custo.....	30
II.3. Conclusão.....	30
CAPÍTULO III - OS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL (2000-2013).....	33
III.1. Estrutura a termo a taxa de juros .....	35
III.2. Taxa de câmbio.....	39
III.3. Expectativas.....	41
III.4. Crédito .....	45
III.5. Preço dos ativos .....	48
III.6. Conclusão .....	50
CONCLUSÃO.....	52
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	54

## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1.1 – Mecanismos de Transmissão da Política Monetária .....	22
Figura 2.1 – Os Mecanismos de Transmissão da Política Monetária.....	32

## ÍNDICE DE TABELAS

Tabela III.1. Taxa de juros – Selic acumulada no mês anualizada.....	33
Tabela III.2. Comparação entre IPCA e a meta para a inflação .....	34

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico III.1. Relação FBCF/PIB no Brasil entre 2000 e 2013.....	36
Gráfico III.2. Padrão de Financiamento da Indústria Brasileiras .....	37
Gráfico III.3. Comparação entre Custo do Capital Próprio – Real e Taxa de juros – Selic acumulada no mês e anualizada - % a.a. ....	38
Gráfico III.4. Comparação entre Taxa de câmbio livre do dólar no fim do período (eixo principal) e Taxa de juros – Selic acumulada no mês - % a.m. ....	39
Gráfico III.5. Participação das Exportações Líquidas no PIB - % .....	40
Gráfico III.6. Coeficiente de Penetração na Indústria - %.....	41
Gráfico III.7. Comparação entre a expectativa do mercado para o IPCA no final do ano anterior com a meta de inflação .....	42
Gráfico III.8. Comparação entre expectativa do mercado para o IPCA no fim do ano anterior, meta para a inflação e com o Índice Nacional de Preços ao Consumidos – amplo (IPCA).....	43
Gráfico III.9. Dívida Mobiliária Federal indexada aos preços - % .....	43
Gráfico III.10. Composição da Dívida Mobiliária Federal indexada aos preços dividida por cada índice .....	44
Gráfico III.11. Percentual do IPCA indexado no mês, acumulado no ano e pesos no mês .....	45
Gráfico III.12. Proporção crédito direcionado/crédito total - %.....	46
Gráfico III.13. Proporção Crédito/PIB .....	47
Gráfico III. 14. Dívida mobiliária – posição em carteira – participação % por indexador – Over/Selic .....	49
Gráfico III.15. Número de contas de investidores pessoas físicas no mercado de ações.....	50

## INTRODUÇÃO

A política monetária brasileira se apresenta como uma anomalia quando comparada ao cenário internacional. Alcançada a estabilidade de preços com a adoção do Plano Real, entre 1993 e início de 1999, esperava-se que a taxa básica de juros (Selic) fosse reduzida. Contudo, não foi o observado.

Passada a consolidação da estabilização de preços, e com a adoção do Regime de Metas de Inflação (RMI) em 1999, a Selic deveria ser reduzida significativamente, convergindo para níveis observados na economia mundial. Contudo, mesmo após a inflexão da política fiscal, com geração de superávits primários, a partir de 1999, e com a flexibilização da taxa de câmbio, neste mesmo ano, entre 1999 e 2013, a taxa Selic, se manteve acima de 10% a.a. na maioria dos anos.

Mesmo apresentando esse quadro de elevadas taxas de juros, a inflação brasileira durante o mesmo período se manteve em patamares que são considerados elevados. O Índice de Preços ao Consumidor (IPCA) apresentou taxas de mais de 5% a.a durante grande parte do período, e em sua maioria superou a meta estabelecida pelo Copom para inflação.

Assim, apesar da Selic ter se mantido em níveis elevados, a inflação não cede em mesma magnitude. Tal quadro apresenta um indício de que há problemas nos mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil.

Desta forma, o objetivo deste trabalho é analisar a política monetária brasileira, à luz do regime de metas de inflação, no período de 2000-2013. Especificamente, busca-se, avaliar o funcionamento dos mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil, tanto de forma apartada como conjunta, de modo a criar um diagnóstico acerca da eficácia dos mesmos, bem como da eficácia da política monetária de modo holístico.

Partimos da hipótese de que no Brasil os mecanismos de transmissão da política monetária não operam em sua plenitude, em função de peculiaridades que caracterizam nossa economia, bem como em função das próprias limitações da teoria econômica convencional ao explicar seu funcionamento. Nesse contexto, a política monetária brasileira pode ser considerada ineficaz, tal



como ilustrado pelas elevadas taxas de inflação que persistem a despeito das taxas de juros significativamente elevadas em comparação ao resto do mundo.

Desta forma o presente trabalho está dividido em três capítulos, além desta introdução e uma seção final para a conclusão do mesmo. Primeiramente, serão apresentados os diferentes mecanismos de transmissão da política monetária, bem como seu funcionamento, segundo o modelo Novo Consenso. Desta forma, será descrito, dentro da lógica do RMI, como variações nas taxas de juros afetam variações nos preços e no índice de inflação, detalhando os diferentes canais pelos quais essas implicações ocorrem.

O capítulo seguinte apresenta a crítica da teoria keynesiana ao RMI, principalmente à hipótese de determinação da inflação que este modelo adota para formulação da política monetária. A partir daí, são apresentados os mecanismos “alternativos” de transmissão da política monetária elencados por autores pós-keynesianos, que atuam via custos na economia e, muitas vezes, operam no sentido contrário do postulado pelos teóricos do Novo Consenso.

Por fim, o último capítulo descreve o funcionamento dos diferentes mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil a partir de uma análise empírica de indicadores selecionados, que descrevem cada um dos canais descritos pelas teorias sintetizadas nos Capítulos 1 e 2. Serão apresentados os problemas e as características presentes na economia brasileira que limitam o pleno funcionamento de alguns mecanismos de transmissão e, portanto, a eficácia da política monetária. Também são analisados os efeitos previstos pelos autores de filiação pós-keynesiana, que apontam, da mesma forma, para a limitação da eficácia do RMI.

## **CAPÍTULO I - OS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA**

### **SEGUNDO O “NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO”**

De acordo com a abordagem Novo Consenso, ao adotar o Regime de Metas de Inflação (RMI), a política monetária, para alcançar seu objetivo final, que seja a estabilidade de preços, afeta diversas variáveis intermediárias através de diferentes canais. São estes canais que serão estudados neste capítulo.

Assim, em uma primeira seção tratamos da operacionalidade da Política Monetária no RMI, trazendo seus principais objetivos e instrumentos. São estes instrumentos que irão afetar as variáveis operacionais construindo os diversos mecanismos de transmissão da política monetária. Desta forma, na seção seguinte, descreveremos de forma apartada cada um desses canais pelos quais a política monetária opera na economia. Por fim, será realizada uma pequena conclusão acerca destes mecanismos.

#### ***1.1. Operacionalidade da Política Monetária***

O RMI começou a ser adotado a partir da década de 1990, sendo neste ano que a Nova Zelândia o implementou, sendo o primeiro país a adotar o modelo. Outros países adotaram o RMI nos anos seguintes, como, Canadá (1991), Israel (1991), Chile (1991), Reino Unido (1992), Suécia (1993), Finlândia (1993), Austrália (1993), México (1994), Espanha (1994) e Brasil (1999). Especificamente no Brasil, o RMI foi adotado em junho de 1999, por ser considerado, na ocasião, o modelo mais adequado para a manutenção dos objetivos de política econômica – a estabilidade de preços – após a liberalização cambial adotada nos anos anteriores<sup>1</sup>. (Modenesi 2005:360).

De forma simplificada, o RMI consiste num regime onde é definida uma meta de inflação a ser perseguida pelo Banco Central, que utiliza a taxa básica de juros como principal variável

---

<sup>1</sup> Sobre a liberalização cambial ver Modenesi (2005:349)

operacional para atingir tal objetivo<sup>2</sup>. De modo mais preciso, para Modenesi (2005:190) o RMI pode ser definido como:

“uma estratégia de condução da política monetária baseado no anúncio de uma meta de médio prazo para inflação; no compromisso institucional com a adoção da estabilidade de preços como principal meta de longo prazo da política monetária (...); na reduzida importância de metas intermediárias (...); em uma maior transparência na condução da política monetária (...); na independência de instrumentos do Banco Central ou maior capacidade de execução de suas metas”.

A ênfase dada à estabilidade de preços no RMI é explicada por Mishkin e Posen (1997) pela existência de um consenso contrário à utilização de políticas monetárias discricionárias com intuito de reduzir o desemprego<sup>3</sup>. Além disso, a adoção de regras para condução da política monetária cria uma “tecnologia de comprometimento” para eliminar o poder discricionário da autoridade monetária e conseqüentemente a chamada inconsistência temporal, impedindo o acionamento do viés inflacionário<sup>4</sup>.

O principal argumento a favor da adoção do regime de metas inflacionárias é o estabelecimento de uma âncora nominal, como destacaram Bernanke et. al. (1999). Isso ocorre uma vez que a meta de inflação coordena as expectativas inflacionárias. A âncora nominal exerce duas funções fundamentais segundo Modenesi (2005): coordena a formação das expectativas de inflação dos agentes econômicos; e baliza a formação de preços.

A operacionalização do modelo se daria através de uma estrutura dividida em objetivos, metas e instrumentos, cujo funcionamento pode ser resumido da seguinte forma:

---

<sup>2</sup> Segundo Modenesi (2005: 135), este regime seria a principal proposição no modelo novo-clássico, também conhecido como monetarismo tipo II. Sua hipótese principal é que os agentes possuem expectativas racionais, entendida como uma hipótese que estabelece “que os agentes econômicos maximizam a utilização de toda a informação disponível ao formarem suas expectativas” (Modenesi, 2005: 141). Nesse contexto, apesar de os agentes errarem eventualmente, na média, a expectativa de inflação coincide com a inflação realizada e, portanto, a expectativa de inflação não é enviesada.

<sup>3</sup> Segundo Modenesi (2005), esses autores negaram a existência de um *trade-off* entre inflação e desemprego mesmo no curto prazo, isto é a autoridade monetária não é capaz de optar entre diferentes combinações de inflação e desemprego através de políticas sistemáticas, isto porque os agentes racionais incorporam qualquer regra monetária, utilizada sistematicamente, em suas expectativas de inflação.

<sup>4</sup> A inconsistência temporal e o conseqüente viés inflacionário se originam no fato de os agentes serem capazes de anteciparem as decisões do *policymaker*, e com isso não é possível conduzir a política monetária de forma discricionária. Neste caso há um viés inflacionário. Como tecnologia de comprometimento a literatura econômica apresenta diversas soluções, onde se destacam duas: o equilíbrio considerando a reputação das autoridades monetárias e a tese de independência do Banco Central. A primeira se fundamenta no interesse do Banco Central manter sua reputação no longo prazo, já a segunda propõe que a política monetária deve ser conduzida por um agente independente e comprometido com a estabilidade de preços.

O principal, senão único, objetivo final do RMI é alcançar a estabilidade de preços. Tal objetivo deriva diretamente do fato, já ressaltado anteriormente, de que para esse regime a política monetária não é capaz de afetar as variáveis reais da economia no longo prazo<sup>5</sup>.

Para atingir tais objetivos o Banco Central se utiliza de instrumentos, isto é, métodos e meios usados na política monetária que afetam diretamente as variáveis operacionais e, assim, alcançam as metas intermediárias.

Carvalho et. al. (2007: 158) elenca os seguintes instrumentos clássicos de política monetária: recolhimento compulsório, redesconto de liquidez e operações de mercado aberto. Os recolhimentos compulsórios consistem em “depósitos – sob a forma de reservas bancárias – que cada banco é obrigado legalmente a manter no Banco Central em reservas bancárias, sendo calculados como um percentual sobre os depósitos.” (*idem*: 165). As principais funções deste instrumento são: (i) fornecer liquidez ao sistema bancário; (ii) controlar o crédito; e (iii) estabilizar a demanda por reservas bancárias.

As operações de redesconto, por sua vez, são “empréstimos, na forma de crédito em reservas bancárias concedidos pelo Banco Central aos bancos, voltado normalmente para atender necessidades e episódicas de reservas por parte das instituições bancárias.” (*idem*: 172). O Banco Central é capaz de influenciar a demanda por este tipo de financiamento alterando a taxa de redesconto dos títulos ou os limites de operação.

Por fim, as operações de mercado aberto (*open market*) são, na prática, o instrumento mais comumente utilizado para o gerenciamento de liquidez, pois operam diretamente sobre as reservas bancárias – portanto, com maior eficácia: “O *open market* funciona através da compra e venda de títulos públicos por parte do Banco Central, afetando diretamente o volume de reservas bancárias (...)” (*idem*: 177). Esse instrumento é utilizado para sinalização da taxa de juros básica por ser o instrumento mais ágil para fazer a sintonia fina de liquidez.

---

<sup>5</sup> Na realidade, muitas vezes, os bancos centrais possuem outros objetivos. Como explicitado por Carvalho (2007: 158), esses seriam “alto nível de emprego; maior crescimento econômico; estabilidade da taxa de câmbio; prevenção de falência bancárias e manutenção da saúde do sistema financeiro; manutenção da confiança dos investidores estrangeiros etc.”

Se apresentam dois tipos de metas operacionais: a determinação da taxa de juros básica de curto prazo e o controle das reservas bancárias agregadas (*idem*: 159). Não é possível controlar simultaneamente essas duas metas, isto porque uma se torna a variável de ajuste para determinação da outra. Os Bancos Centrais, em sua maioria, operam por meio da fixação da taxa de juros de curto prazo, sendo essa, na prática, a meta operacional de política monetária<sup>6</sup>.

Um dos problemas da política monetária é a defasagem temporal existente entre a adoção de tal medida e o resultado desta na economia<sup>7</sup>. Nesse contexto, o Banco Central estabelece metas intermediárias, que funcionam como indicadores de política monetária, isto é, indicam ao Banco Central se a política monetária está a caminho de fazer efeito ou não. São elas, taxa de juros de longo prazo e agregados monetários.

De toda essa discussão, fica claro que a política monetária do RMI percorre um longo e ramificado caminho até alcançar seu objetivo final, qual seja a estabilidade de preços, influenciando as variáveis através de diferentes maneiras e canais. É nesse contexto que os mecanismos de transmissão se tornam um importante processo a ser estudado. Em outras palavras, uma vez que se utiliza a taxa de juros de curto prazo como principal variável operacional para assim gerar variações de ordem inversa no produto e na demanda, assim levando a uma redução no nível de preços, devemos estudar como ocorre tal desdobramento.

É para tal tema que nos voltamos na próxima seção, levando em conta, neste primeiro momento, a abordagem tradicional – ou do Novo Consenso Macroeconômico – sobre o assunto.

## ***1.2. Os mecanismos de transmissão da política monetária***

Como destacado anteriormente, os mecanismos de transmissão, ao constituírem o principal meio pelo qual a política monetária opera para alcançar seu objetivo, adquirem um papel fundamental no RMI. Desta forma, cada um destes canais será estudado nesta seção. Podemos dividi-los em cinco canais, são eles: (i) a estrutura a termo da taxa de juros; (ii) a taxa de câmbio; (iii) as

---

<sup>6</sup> Como destacado no primeiro parágrafo, a taxa de juros de curto prazo é estabelecida como meta operacional no caso do Banco Central do Brasil, assim como, por exemplo, da Inglaterra e da Austrália.

<sup>7</sup> Sobre a defasagem da política monetária, ver Carvalho et al. (2007).

expectativas inflacionárias; (iv) o canal do crédito; e (v) o preço dos ativos. Serão eles o objeto de estudo de cada uma das subseções seguintes.

### I.2.1 Estrutura a termo da taxa de juros

Segundo Mishkin (1996: 2) o canal da estrutura a termo da taxa de juros é o canal tradicional pelo qual os efeitos da política monetária são repassados para a economia real<sup>8</sup>. É baseado neste canal que a adoção da taxa básica de juros como o principal instrumento de política monetária no sistema de metas de inflação é sustentada.

De forma simplificada, uma contração monetária (M) levaria a um aumento da taxa de juros real ( $i_r$ ), que ocasionaria, por sua vez, uma elevação no custo de capital. Isso geraria um declínio no investimento (I) e, conseqüentemente, uma redução na produção (Y) (*idem*: 2). Tal mecanismo pode ser representado da seguinte maneira:

$$\downarrow M \rightarrow \uparrow i_r \rightarrow \downarrow I \rightarrow \downarrow Y$$

O autor (*idem*: 2) ressalta, ainda, que a taxa de juros real afeta não só o investimento, mas também o consumo privado das famílias (C), onde o “investimento” corresponderia ao consumo residencial e ao consumo de bens duráveis. Desse modo, o canal poderia ser representado da seguinte forma:

$$\downarrow M \rightarrow \uparrow i_r \rightarrow \downarrow I, C \rightarrow \downarrow Y$$

É importante mostrar que a taxa básica de juros é capaz de alterar taxa de juros de longo-prazo, uma vez que é esta que possui maior impacto nas decisões de consumo e investimento. Contrações monetárias, que ocasionam elevação na taxa de juros nominal de curto prazo, também levariam a uma elevação na taxa de juros real de curto prazo, mesmo em um mundo com expectativas racionais. Segundo essa, a taxa de juros de longo prazo ( $i_{lp}$ ) é uma média do valor esperado para as taxas de juros de curto prazo no futuro (*expected future short-term interest rate*) e, assim, um aumento na taxa de juros real de curto prazo leva a uma elevação na taxa de juros real de longo prazo. (*idem*: 3)

---

<sup>8</sup> Vale perceber aqui a dicotomia monetário-real, cara à economia novo-clássica.

Com isso, gastos com consumo e investimento seriam reduzidos e levaria a uma redução do produto agregado. Em seu turno, a redução no produto agregado levaria a uma queda nos preços, com efeitos negativos sobre a inflação ( $\pi$ ).

Assim, este canal poderia ser representado da seguinte maneira:

$$\downarrow M \rightarrow \uparrow i_r \rightarrow \uparrow i_{tp} \rightarrow \downarrow I, C \rightarrow \downarrow Y \rightarrow \downarrow \pi$$

Por fim, é importante destacar que Mishkin (1996: 3) chama atenção ainda para o fato de ser a taxa de juros real que afeta a os gastos da família e das empresas, e não a taxa de juros nominal. É por meio desta afirmação que podemos verificar um importante meio da política monetária ter eficácia, mesmo com a taxa de juros nominal em 0% durante um período deflacionário.

Segundo o autor, com a taxa de juros nominal a 0% uma expansão monetária levaria aumento nas expectativas de preços ( $P^e$ ), o que geraria uma elevação na inflação esperada ( $\pi^e$ ). Com isso a taxa de juros real sofreria um declínio, mesmo com a taxa de juros nominal no seu patamar mais baixo. Dado isso, o gasto das famílias e empresas seria estimulado, levando a um aumento do produto. Nesse caso, este canal poderia ser sintetizado da seguinte maneira:

$$\uparrow M \rightarrow \uparrow P^e \rightarrow \uparrow \pi^e \rightarrow \downarrow i_r \rightarrow \uparrow C, I \rightarrow \uparrow Y$$

Desse modo, Mishkin (1996: 3) afirma que “this mechanism thus indicates that monetary policy can still be effective even when nominal interest rates have already been driven down to zero by the monetary authorities.”

### **I.2.2. Taxa de câmbio**

Como Mishkin (1996: 4) coloca, os monetaristas procuraram reconhecer a existência de outros mecanismos de transmissão da política monetária. Tal reconhecimento veio através da construção dos modelos macroeconômicos realizados pelos autores da Síntese Neoclássica, tal como Franco Modigliani, que observou no preço de outros ativos efeitos importantes para a transmissão da política monetária.

Primeiramente iremos tratar do canal da taxa de câmbio, que se tornou substancialmente importante com o crescimento da internacionalização das economias e o surgimento dos regimes de câmbio flexíveis (*idem*: 5).

O mecanismo desse canal também envolve os efeitos da taxa de juros uma vez que com um aumento da taxa de juros real do país, depósitos realizados em moeda nacional se tornam mais atraente do que os realizados em moeda estrangeira, levando a valorização da moeda nacional ante a moeda estrangeira (E). Com isso, o preço dos produtos nacionais se torna mais caro, levando a uma redução das exportações líquidas (NX) e com isso reduzindo a produção agregada. Esse canal pode ser sintetizado da seguinte maneira:

$$\downarrow M \rightarrow \uparrow i_r \rightarrow \uparrow E \rightarrow \downarrow NX \rightarrow \downarrow Y$$

Mishkin (2001: 7) chama atenção ainda para o fato que flutuações na taxa de câmbio afetam a demanda agregada por meio do balanço das empresas financeiras e não financeiras, quando uma grande parte da dívida esta denominada em moeda estrangeira. Isso ocorre principalmente nas economias dos países emergentes. Segundo o autor: “In these countries, monetary expansion often can have a negative impact on aggregate demand if it leads to a depreciation of the exchange rate” (Mishkin, 2001: 8).

Com a dívida das empresas denominadas em moeda estrangeira, uma contração monetária, que é seguida por uma valorização cambial, leva a uma redução do peso da dívida nas instituições não financeiras. Como a princípio os ativos são denominados na moeda nacional e por isso não reduzem seu valor, tal fato gera um aumento da riqueza líquida (NW). Essa apreciação no balanço das empresas tende a reduzir os problemas de seleção adversa e risco moral levando a um aumento dos empréstimos (L), ocasionando um aumento do investimento e conseqüentemente uma elevação do produto (Mishkin, 2001: 8).

Em síntese, tal canal funcionaria da seguinte maneira:

$$\downarrow M \rightarrow \uparrow E \rightarrow \uparrow NW \rightarrow \uparrow L \rightarrow \uparrow I \rightarrow \uparrow Y$$

Ainda, Mishkin (*idem*: 8) descreve um segundo mecanismo que seria capaz de levar um aumento do produto através de uma apreciação da taxa de câmbio que se dá, exclusivamente, via



valorização do balanço das instituições financeiras. Isso ocorre quando bancos e outras instituições financeiras apresentam seu passivo denominado em moeda estrangeira, fazendo assim ele reduzir significativamente com uma valorização da moeda nacional. Ao mesmo tempo, as empresas e famílias terão maior facilidade em pagar seus empréstimos, resultando ao mesmo tempo em um aumento no lado do crédito de seus balanços. Com isso os bancos e as instituições financeiras se veem em uma situação onde seu passivo reduziu-se e ao mesmo tempo seu crédito aumentou. Nesse ambiente os bancos se veem mais propícios a aumentar os empréstimos concedidos.

Vemos que, devido a apreciação no balanço dos bancos ( $NW_b$ ), uma contração monetária tende a ser expansiva em economias de países emergentes. Assim, tal canal pode ser resumido da seguinte forma:

$$\downarrow M \rightarrow \uparrow E \rightarrow \uparrow NW_b \rightarrow \uparrow L \rightarrow \uparrow I, C \rightarrow \uparrow Y$$

### **I.2.3. Expectativas inflacionárias**

Segundo Mohanty e Turner (2008) o canal das expectativas não é capaz de afetar de maneira apartada a economia, ele tem a importância de aumentar a eficiência dos demais canais. Isso ocorre uma vez que a taxa básica de juros é capaz de influenciar as expectativas quanto ao futuro econômico.

O setor privado, ao formar seus preços tomando como base a inflação esperada, é capaz de acelerar o ajuste da demanda nominal frente a uma mudança na política monetária realizada pelo Banco Central, afetando assim as variáveis reais da economia. Contudo, como aponta o Banco da Inglaterra (2014), a direção que esses efeitos irão seguir é difícil concluir e mudam de acordo com o momento. Isso ocorre, pois a política monetária pode ser interpretada de diversas maneiras, como por exemplo, um aumento na taxa de juros pode ocorrer quando o Banco Central acredita que a economia está crescendo mais do que deveria - e, assim, impulsionar as expectativas de crescimento no futuro -, como pode ser interpretada sendo uma indicação de que o Banco Central quer reduzir a taxa de crescimento da economia para alcançar a meta de inflação e assim reduzir as expectativas quanto ao crescimento econômico.

Para minimizar tal incerteza é necessária uma política monetária que possua credibilidade e transparência em sua divulgação. Segundo Mohanty e Turner (2008):

“Greater credibility of monetary policy allows a central bank to pursue a countercyclical policy that it could not safely pursue in the past when inflation was high or when its anti-inflation commitment was not trusted.”

Isto é, uma política monetária só será eficaz quando ela possuir credibilidade frente aos agentes econômicos<sup>9</sup>. Tal canal pode ser simplificado da seguinte maneira, assumindo que existe credibilidade na política monetária:

$$\uparrow M \rightarrow \uparrow i_r \rightarrow \Delta \text{expectativas dos agentes} \rightarrow \downarrow I, C \rightarrow \downarrow Y$$

#### I.2.4. Crédito

O canal do crédito está ligado à presença de assimetria de informações no mercado financeiro. A política monetária afeta a economia real por esse canal através dos problemas quanto à oferta de crédito bancário e quanto a variações no balanço dos bancos.

Segundo Mishkin (1996: 8), o canal de crédito bancário está baseado no fato que os bancos possuem um papel fundamental para resolver os problemas de assimetria de informações no mercado de crédito. Isso porque determinados tomadores de empréstimos só conseguem ter acesso ao crédito via empréstimo bancário.

Com isso, uma contração monetária, que diminui as reservas e os depósitos bancários, reduz a quantidade de crédito bancário (L) disponível. Uma vez que os bancos possuem um importante papel de prestador, tal declínio leva a uma redução do investimento e do consumo. Podemos sistematizar esse canal da seguinte maneira:

$$\downarrow M \rightarrow \downarrow \text{depósitos bancários} \rightarrow \downarrow L \rightarrow \downarrow I, C \rightarrow \downarrow Y$$

Um importante desdobramento desse canal para o autor é que:

---

<sup>9</sup> Sobre a relevância da credibilidade da política monetária, ver Persson e Tabellini (1994).

“(...) monetary policy will have a greater effect on expenditure by smaller firms that are more dependent on bank loans than it will on large firms that can directly access the credit markets through stock and bond markets without going through banks.” (Mishkin, 1996: 9).

Isto é, as pequenas empresas serão as maiores prejudicadas após uma política monetária contracionista, uma vez que são elas que mais dependem do setor bancário para ter acesso aos empréstimos, que darão origem a seus investimentos. Empresas de grande porte irão conseguir ter acesso ao crédito mesmo com uma redução do empréstimo bancário.

O canal do balanço dos bancos também surge a partir da presença de assimetria de informação. Isso se dá uma vez que um passivo líquido baixo nas empresas leva a aumentar os problemas com seleção adversa e risco moral no momento de conceder crédito a essas firmas. O problema com seleção adversa aparece quando uma vez que um passivo líquido menor significa que os credores possuem menos garantias para seus empréstimos. Neste contexto, perdas com seleção adversa são maiores.

Da mesma forma, uma redução do passivo líquido também aumenta o risco moral, dado que tal fato significa que os tomadores possuem uma redução de capital na sua empresa, levando-os a se engajar em projetos com maiores riscos. Assim, uma vez que maiores riscos fazem aumentar a probabilidade do empréstimo não ser pago, os bancos tendem a reduzir a concessão de empréstimos. (Mishkin, 1996: 10).

Ou seja, uma contração da política monetária leva a uma redução no preço dos títulos ( $P_e$ ) e consequentemente uma depreciação no passivo líquido das empresas. Tal fato ocasionará um aumento da seleção adversa e do risco moral gerando uma queda nos empréstimos bancários, que faz reduzir o investimento e assim a produção.

Desse modo, esse canal pode ser descrito da seguinte forma:

$$\downarrow M \rightarrow \downarrow P_e \rightarrow \uparrow \textit{seleção adversa e risco moral} \rightarrow \downarrow L \rightarrow \downarrow I \rightarrow \downarrow Y$$

Além disso, Mishkin (1996: 12) chama atenção ainda para o fato que a taxa de juros *nominal* é capaz de afetar o fluxo de caixa das empresas que aumentam os problemas de assimetria de informação. Isso se daria uma vez que a contração monetária leva a um aumento na taxa de juros

nominal, esta causa uma depreciação no balanço dos bancos através do fluxo de caixa, levando a um aumento os problemas de assimetria de informação que levam a redução do crédito e assim do investimento e com isso redução da produção.

$$\downarrow M \rightarrow \uparrow i \rightarrow \downarrow \textit{fluxo de caixa} \rightarrow \uparrow \textit{seleção adversa e risco moral} \rightarrow \downarrow L \rightarrow \downarrow I \rightarrow \downarrow Y$$

Mishkin (1996: 12) destaca ainda que “the short-term interest rate plays a special role in this transmission mechanism because it is interest payments on short-term rather than long-term debt that typically have the greatest impact on firm cash flow.”

O que torna este canal muito diferente dos anteriormente apresentados, uma vez que o que afeta as variáveis neste mecanismo é a taxa de juros nominal e de curto prazo.

Pela ótica do balanço há ainda um terceiro mecanismo por onde a política monetária se propaga, que são os efeitos no nível geral de preços. Uma contração monetária leva a uma redução inesperada do nível de preços, gerando assim, por meio de uma alta no valor do passivo das firmas em termos reais, uma queda em seu passivo líquido. Tal fato, como já demonstrado, leva a uma redução na concessão de empréstimos e com isso uma redução da produção.

$$\downarrow M \rightarrow \downarrow P \rightarrow \downarrow NW \rightarrow \uparrow \textit{seleção adversa e risco moral} \rightarrow \downarrow L \rightarrow \downarrow I \rightarrow \downarrow Y$$

Mishkin (1996: 13) aponta que “(...) the credit channel should apply equally as well to consumer spending particularly on consumer durables and housing”. Este canal se torna ainda mais forte no impacto no consumo das famílias uma vez que o único meio de acesso ao crédito que esses possuem é através do empréstimo bancário<sup>10</sup>. Sendo assim uma contração monetária que induz uma menor concessão de crédito por parte dos bancos, gera um declínio no gasto de consumo de bens duráveis e com a compra de imóveis. Assim como uma elevação da taxa de juros gera uma deterioração da riqueza na mão das famílias, o fluxo de caixa do consumidor é reduzido.

---

<sup>10</sup> De forma mais precisa, o único canal pelo qual estes agentes tem acesso a recursos de terceiros. Empresas, por sua vez, tem também a possibilidade de acessar o mercado de capitais, emitindo títulos de dívida ou ações, por exemplo.

### I.2.5. Preço dos ativos

Mishkin (1996: 6) chama atenção ainda para dois importantes canais de transmissão da política monetária que advém da variação no preço dos ativos. São eles o *q de Tobin* e sua teoria do investimento e o efeito riqueza no consumo.

A Teoria do *q* de Tobin nos dá uma importante maneira de como a política monetária pode afetar a economia devido a variações no valor das ações. Tobin define *q* como o valor das firmas no mercado dividido pelo custo de reposição do capital. Assim, um alto valor de *q* significa que o preço de mercado da firma é alto quando comparado com o custo de reposição do capital e uma nova planta e novos equipamentos são baratos em comparação ao valor de mercado da empresa. Com isso, as companhias são capazes de emitir ações e garantir um alto valor delas relativamente aos custos gastos com a implantação de uma nova planta e a compra de novos equipamentos. Dessa forma, o investimento realizado poderá subir, uma vez que a firma é capaz de aumentar substancialmente sem investimento com uma pequena emissão de ações (*idem*: 6).

Ao contrário, se *q* estiver com seu valor muito baixo, as firmas não irão realizar novos investimentos uma vez que, o preço da firma, em relação ao custo do capital, é muito baixo. Nesta situação, se a firma desejar aumentar sua produção ela o fará comprando outras firmas baratas e adquirindo capital já usado. Desta forma os gastos com investimento serão menores.

A relação da política monetária e a Teoria *q* de Tobin esta no fato que variações na primeira são capazes de afetar o preço das ações: quando a oferta monetária se contrai, o público entende que possui menos moeda do que sua demanda e assim reduz seus gastos. Um dos mercados que irá sofrer com tal corte será o mercado de ações, que com o público reduzindo sua demanda por ações irá ocasionar uma queda nos seus preços.

Mishkin (2001: 7) ainda observa outra maneira que este canal se propaga: uma contração monetária, que causa uma elevação da taxa de juros, fará com que títulos sejam mais atraentes, ocasionando um aumento na demanda por estes, elevando seus preços. O maior gasto no mercado financeiro, e conseqüentemente uma redução dos gastos na economia real, levará a uma redução dos investimentos. Assim o mecanismo acima descrito pode ser sintetizado da seguinte maneira:

$$\downarrow M \rightarrow \downarrow P_S \rightarrow \downarrow q \rightarrow \downarrow I \rightarrow \downarrow Y$$

Outra forma que Mishkin (1996: 7) apontou como mecanismo da política monetária através da variação no preço das ações, é o efeito riqueza que essa variação possui sobre o consumo das famílias. Esse canal foi amplamente defendido por Franco Modigliani e seu modelo de ciclo de vida (Modigliani, 1971). Em seu modelo, o consumo das famílias é determinado pelo tempo de vida de seus ativos, que é composto por capital humano, capital real e riqueza financeira. Segundo o autor a riqueza financeira das famílias é composta em sua maior parte de ações. Desta forma, quando há uma redução no preço destas, as famílias se veem mais pobres, uma vez que sua riqueza financeira ( $W$ ) foi reduzida, e assim o tempo de vida de seus ativos. Tal fato ocasionará uma redução no consumo e assim uma queda na demanda.

Dessa forma, uma contração monetária é seguida por uma redução do preço das ações e, portanto, o mecanismo de transmissão da política monetária se dará da seguinte forma:

$$\downarrow M \rightarrow \downarrow P_e \rightarrow \downarrow W \rightarrow \downarrow C \rightarrow \downarrow Y$$

### ***1.3. Conclusão***

Como vimos nas seções anteriores, a política monetária percorre diversos caminhos para que ela alcance em seu objetivo principal, a estabilidade de preços, logo, o controle da taxa de inflação. Esse caminho pode se dar através das taxas de juros, da taxa de câmbio, das expectativas inflacionárias, do crédito e dos preços dos ativos.

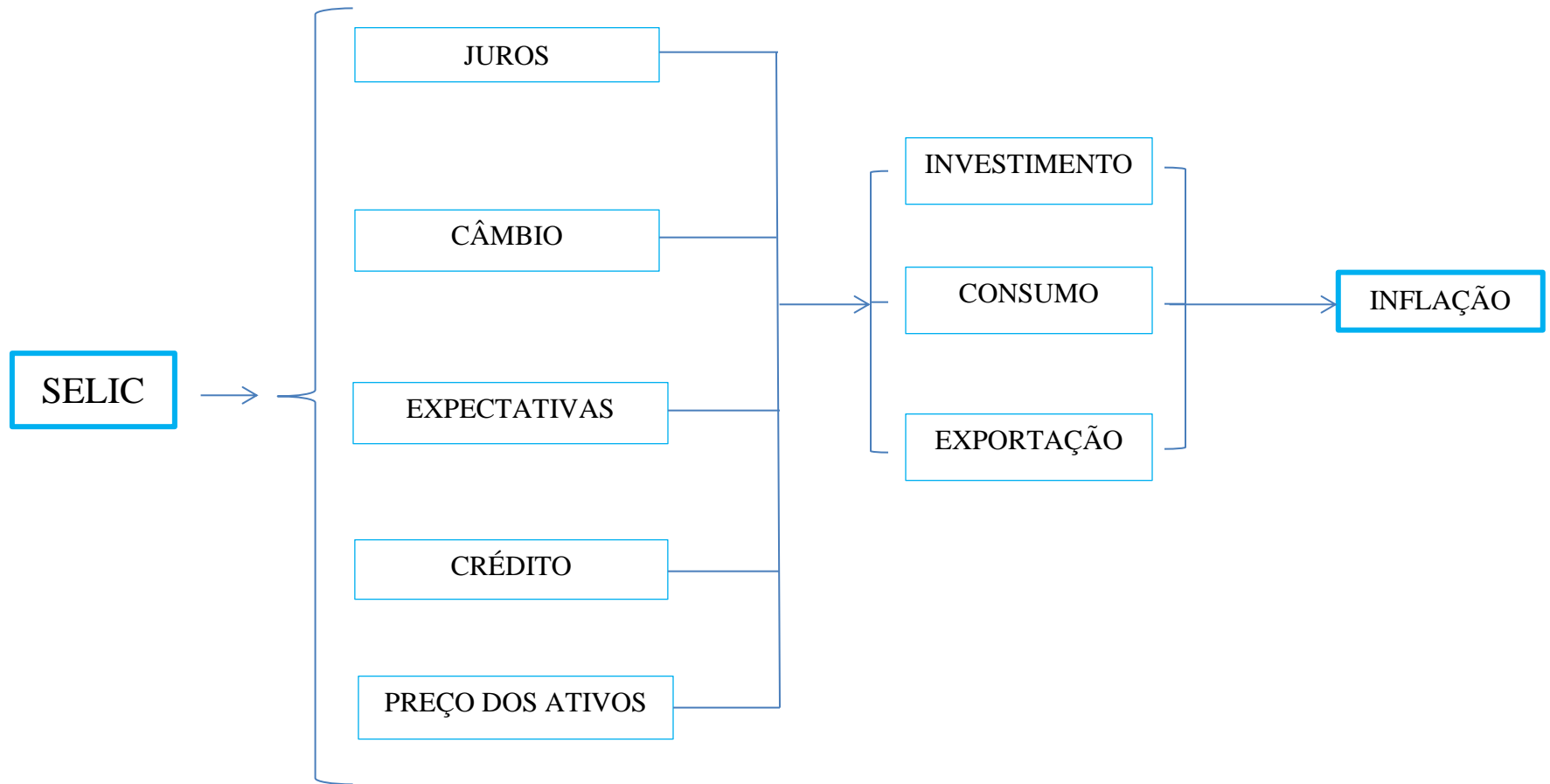
Podemos ver que a maioria dos canais de transmissão da política monetária levam a uma redução da taxa de inflação com a adoção de uma política monetária contracionista. Contudo é importante ressaltar que no canal de câmbio, Mishkin mostra que através do balanço das empresas, financeiras e não financeiras, uma contração monetária pode levar a um aumento na taxa de inflação. Como dito este caso é mais relevante nas economias dos países emergentes, onde grande parte da dívida é denominada em moeda estrangeira, caso da economia brasileira.<sup>11</sup>

A figura 1.1 na página seguinte sintetiza as diferentes formas pelas quais mudanças na taxa de juros impactam a inflação.

---

<sup>11</sup> Este assunto será detalhado no capítulo 3 da presente monografia.

**Figura 1.1 – Mecanismos de Transmissão da Política Monetária**



## **CAPÍTULO II – A VISÃO PÓS-KEYNESIANA DO PROCESSO INFLACIONÁRIO**

Alternativamente à abordagem do Novo Consenso, outras correntes de pensamento possuem visões distintas sobre a política monetária e o regime de metas para inflação. Quando descemos ao campo da análise, não somente críticas externas, mas também internas, à sistemática do RMI e dos canais de transmissão da política monetária se mostram relevantes.

Desta forma, neste capítulo estudaremos como a visão pós-keynesiana entende o processo inflacionário e suas críticas ao RMI, sendo este o instrumento de análise da primeira seção. Em um segundo momento, tratamos dos canais de custos, que são ligados a estrutura produtiva e que não são considerados pela abordagem Novo Consenso como mecanismos de transmissão da política monetária.

### ***II.1. A concepção Pós-Keynesiana do processo inflacionário***

A teoria pós-Keynesiana, em especial, se opõe à adoção do RMI, tendo como principal ponto de crítica, segundo Modenesi (2005: 199), a neutralidade da moeda no longo prazo, que seria a razão da ênfase na estabilidade de preços presente no modelo. Do ponto de vista de pós-Keynesianos, Keynes enfatiza que em uma economia monetária de produção, a moeda não seria neutra nem no curto nem no longo prazo. Assim, autores desta corrente defendem que a política monetária é capaz de afetar as variáveis reais, como os níveis de produto e emprego, e deve ser utilizada para tal. Dado isso, a política macroeconômica keynesiana possui três características principais:

“(i) deve ser orientada por objetivos reais (...); de maneira a (ii) ser utilizada de forma discricionária, com o intuito de se administrar a demanda agregada; e (iii) os instrumentos de política econômica (notadamente as políticas monetária e fiscal) devem ser usados conjuntamente e de maneira coordenada, com o intuito de alcançar os objetivos macroeconômicos reais.” (Tobin, 1987: 9-10)

Segundo Modenesi (2005: 200), no RMI, como passa a ser exclusividade do Banco Central a tarefa de controle inflacionário, exacerba-se a relevância da inflação da demanda que deve ser combatida por meio dos instrumentos de política monetária. Sicsú (2003: 117), por sua vez, ressalta que os autores pós-keynesianos identificam que a inflação na maioria dos casos advém do lado da oferta.



O que estes autores colocam é que a elevação da taxa de juros incidiria sobre os sintomas da inflação e não sobre as causas. Segundo Sicsú (*idem*: 117) “Tal elevação dificultaria a passagem de um aumento de custos aos preços (o sintoma), mas não resolveria o problema da elevação de custos (a causa).” Eles defendem, assim, que existem vários tipos de inflação e o instrumento anti-inflacionário deve ser diferente para cada um deles.

Para Sicsú (*idem*: 121) a visão pós-keynesiana reconhece que o sistema monetário não possui meios próprios de conter a inflação. Com isso, passa a ser necessário conter as pressões inflacionárias onde quer que elas surjam, para que elas não sejam validadas pelas variáveis inflacionárias.

“Então, o método pós-keynesiano é o de busca das causas (identificação das pressões na origem) para construir uma agenda-positiva de controle da inflação. O método pós-keynesiano é minucioso; identificada a origem da inflação, busca-se desenhar políticas específicas que possam sufocar a pressão inflacionária sem atingir outros setores que estão tendo um comportamento compatível com a estabilidade de preços.” (Sicsú, 2003: 121).

Segundo Modenesi (2005: 200) e Sicsú (2003: 126) a teoria pós-keynesiana identifica sete tipos de inflação: (i) inflação de salários; (ii) inflação de lucros; (iii) inflação de rendimentos decrescentes; (iv) inflação importada; (v) inflação oriunda de choques de oferta; (vi) inflação de impostos; e (vii) inflação de demanda. O que se observa é que nos seis primeiros casos a inflação advém no lado da oferta, logo independem das condições de demanda e do nível de emprego. A inflação de demanda, em seu turno, ocorre somente quando a economia está em situação de pleno emprego. Posto isso, os parágrafos a seguir descrevem as principais características de cada tipo mencionado de inflação:

**Inflação de salários** – Um aumento de salários nominais, obtidos na negociação entre trabalhadores e empresários, *ceterius paribus*, causará inflação. Um aumento de preços devido a um aumento nos salários será maior quando o hiato do produto for menor, isso porque, nesta situação se torna mais fácil para os trabalhadores individualmente ou coletivamente obterem ganhos salariais, e da mesma maneira, com o hiato do produto reduzido, é mais fácil para os empresários repassarem essa elevação de custos para os preços. Uma elevação salarial não irá gerar pressão inflacionária somente quando for compensado por um aumento da produtividade. “A capacidade dos aumentos de produtividade de manter (ou reduzir) os preços depende das barganhas entre empresários e trabalhadores, isto é, dependerá de quanto dos ganhos de

produtividade se transformam em aumento de margem de lucro ou de salários.” (Sicsú, *idem*: 122). Já um aumento de produtividade ocorrerá com o desenvolvimento tecnológico e através da qualificação dos trabalhadores.

Sicsú (*idem*: 123) chama atenção para o fato de que uma inflação de salários pode ocorrer mesmo com um hiato de produto elevado. Isso ocorrerá quando um grupo significativo de trabalhadores consiga obter ganhos salariais, e ainda, que as pressões de demanda no mercado do empresário não sejam relevantes. Isto é, é necessário que este aumento salarial se dê em um mercado com alto grau de monopólio.

**Inflação de grau de monopólio ou inflação de lucros** – É gerada quando a demanda do mercado em questão tem uma elasticidade favorável à elevação dos preços. Os empresários, ao perceberem tal configuração, tem capacidade de elevar suas margens de lucro, causando, assim, uma elevação de preços. Segundo Sicsú (*idem*: 123), há autores como R. Harrod que acreditam que as margens de lucro aumentam quando a economia esta em crescimento, contanto há outros, como Kalecki, que pensam exatamente o contrário. O que ele afirma é que “O potencial da inflação de lucros depende diretamente do grau de monopólio da economia.” (Sicsú, 2003: 123).

**Inflação de retornos decrescentes** – Este tipo de inflação ocorre quando há uma redução no hiato do produto quando este já está muito baixo, o que faz com que a economia entre na faixa de retornos decrescentes. Segundo Keynes, essa é a principal razão de inflação quando a economia já esta próxima do pleno emprego. Isso ocorre uma vez que se acredita que quando o hiato de emprego é muito baixo, faz com que o capital torne-se mais eficiente que o trabalho. Com isso, contrata-se trabalhadores menos qualificados que utilizam o capital de última geração menos eficiente. (Sicsú, 2003: 124)

**Inflação importada** – O exterior terá a capacidade de influenciar a trajetória dos preços domésticos conforme a variação do nível de preços internacional e da variação da taxa de câmbio. Tal inflação depende do grau de abertura da economia, assim quanto maior for esta abertura maior será a inflação importada potencial. Segundo Davidson (1994: 204) o grau de abertura de uma economia é medido sendo a razão: total de gastos com importações/total de gastos domésticos com produtos e serviços finais. Segundo Sicsú (*idem*; 124) o grau de abertura influencia a geração de tal inflação quando há uma proporção maior de produtos comprados no

exterior em relação ao total de produtos adquiridos pelos residentes. Assim, há uma maior probabilidade de um aumento de um produto internacional influenciar os preços domésticos. Além disso, mesmo quando os preços das mercadorias importadas permanecem inalterados, mas ocorre uma desvalorização da moeda doméstica em relação ao dólar, há uma elevação de preços. É importante ressaltar que:

“O potencial da inflação importada pode ser explicado também pelo hiato de emprego e pelo grau de monopólio da economia. Uma elevação de preços (na moeda nacional) de produtos importados (...) representa um custo para as empresas que utilizam ou comercializam tais produtos na economia doméstica. Como qualquer outro custo, são mais facilmente repassados aos preços quando o hiato de emprego é baixo ou quando o grau de monopólio (...) é elevado.” (Sicsú, *idem*: 125)

**Choques de oferta inflacionários** – São considerados choques inflacionários aqueles choques domésticos de oferta que podem provocar um aumento de custos. Tais aumentos de custos, como já ressaltado anteriormente, serão mais facilmente repassados aos preços quando o hiato de emprego está baixo ou há um alto grau de monopólio no mercado. (Sicsú, *idem*: 125).

**Inflação de impostos** – Este tipo de inflação é causado por um aumento das alíquotas de impostos, que, *ceteris paribus*, levará a uma elevação do nível de preços. Como nas demais, este aumento de alíquotas será mais facilmente repassado para os preços pelos empresários quanto menor o hiato do produto e quanto maior o grau de monopólio do mercado.

**Inflação de demanda** – Esse tipo de inflação ocorre quando o hiato de emprego não é mais positivo, assim um aumento dos gastos do governo, de investimento ou de consumo levará a inflação. Isso ocorre, pois uma vez alcançado o pleno emprego, novos trabalhadores só aceitarão trabalhar por um salário real mais elevado. Com o hiato de emprego igual a zero, um aumento de salário real somente poderá ocorrer via aumento do salário nominal, levando a inflação. Segundo Sicsú (*idem*: 126) “Caso o primeiro tenha um aumento superior ao segundo, pode-se dizer que, pelo menos inicialmente, haverá em situação de inflação de demanda uma compressão percentual das margens de lucro, embora o volume total de lucros seja maior.”.

Segundo Modenesi et. al. (2012: 208) o nível geral de preços reflete o comportamento do nível de preços específico de cada indústria, isto é, o nível geral de preços é uma média ponderada dos diferentes níveis de preços vigentes na economia. Assim consideram que os elementos que

coordenam o nível de preços de cada indústria são os mesmos que governam o nível geral de preços.

Weintraub (1961: 45) desenvolve modelo para tratar das proposições de Keynes, de que a inflação advém tanto dos custos de produção quanto da demanda agregada. Neste modelo o autor assume que:

$$Z = k.W$$

Onde Z representa o produto nominal, k, mark-up sobre os custos e W a massa salarial nominal. O produto nominal pode ser representado por  $Z = P.Q$ , sendo P, preços e Q, quantidade. Além disso,  $W = w.N$ , que seria o salário médio multiplicado pelo número de trabalhadores. Assim temos que:

$$PQ = k.w.N$$

Tornando a equação em função dos preços temos que:

$$P = k.w.N/Q$$

Weintraub (*idem*: 45) coloca que  $Q/N$  pode ser interpretada como a produção média por trabalhador (A), uma vez que representa a produção total dividida pelo número de empregados. Do rearranjo dessa fórmula. temos que:

$$P = k.w/A$$

Podemos ver que a equação acima tem as variáveis-chaves que atuam sobre o nível geral de preços. Modenesi et. al. (*idem*: 210) continua o desenvolvimento do modelo aplicando a função logarítmica e derivando em relação ao tempo, assim obtém-se:

$$\ln P = \ln k + \ln w - \ln A \quad \therefore$$

$$\dot{P} = \dot{k} + \dot{w} - \dot{A}$$

De acordo, com esta última equação a inflação é explicada por três fatores: (i) a evolução do *mark-up* agregado sobre custos, que segundo esses autores, é uma variável ligada diretamente a estrutura de mercado; (ii) o comportamento dos salários; e (iii) a evolução da produtividade do trabalho. Incorporando assim, como proposto por Keynes, fatores de custo na determinação da inflação.

Numa estrutura oligopolizada, empresários investem e determinam seus preços considerando uma série de custos. Principalmente, consideram que a estrutura de capital à qual estão submetidos para o financiamento de seus investimentos é uma função dos custos ligados à utilização de capital próprio e de terceiros neste processo. (Modenesi et. al., *idem*: 210).

Eles podem optar por utilizar recursos próprios, desta forma elevam seus preços a fim de intensificar a acumulação interna de recursos para investir. Tal elevação se dará até que resulte em perda de participação de mercado (*market-share*) que irá ocorrer via substituição de produtos mais baratos e ou através da entrada de novas firmas. Podemos comparar tal perda, considerada como um custo virtual, com a receita esperada de *market-share*, determinando assim uma “taxa de juros” dos recursos internos. Assim o empresário é capaz de comparar a utilização dos recursos próprios com o uso de recursos de terceiros, que terá como custo as taxas de juros do mercado. (Modenesi et.al., *idem*: 210)

Através desta análise Modenesi et. al (*idem*: 211) concluem assim que em uma estrutura oligopolizada uma taxa de juros mais elevada significa que utilizar recursos de terceiro se tornará mais caro. Desta forma os empresários podem optar por utilizar os recursos próprios e para isso elevaram seus preços, para acelerar o ritmo de acumulação interna de recursos. Assim este canal tem um efeito perverso sobre a economia. Além disso, um aumento da taxa de juros ao desestimular o investimento, inibe a expansão da capacidade instalada, fazendo com que, em uma nova rodada inflacionária, eventualmente, crie uma pressão adicional de demanda que se transmitirá aos custos, intensificando o processo inflacionário.

Em outras palavras, a partir de uma leitura pós-keynesiana, o diagnóstico do Novo Consenso:

“pode apresentar problemas em função da presença de dois elementos cruciais, de ordem microeconômica, subjacentes à dinâmica da inflação: (i) padrões de concorrência distintos do modelo de concorrência perfeita, em que se destacam os oligopólios, e as suas implicações para o repasse de variações de custos para os

preços finais; e (ii) a rigidez de preço a variações de demanda.” (Modenesi, et. al, *idem*: 212)

## **II.2. Os canais de custo**

Como destacado na seção anterior, o diagnóstico do Novo Consenso ao não levar em conta as diversas estruturas produtivas presentes na economia, não analisam de que maneira estas podem afetar a determinação dos preços. Neste contexto, Modenesi et. al. (*idem*: 212) propõe a inclusão de mais dois canais de transmissão da política monetária que estariam ligados à estrutura produtiva como variável explicativa para o processo de formação do nível geral de preços: (i) crédito-custo; e (ii) câmbio-custo.

### **II.2.1. O Canal de crédito-custo**

O canal de crédito-custo é um canal perverso, uma vez que, um aumento da taxa de juros levaria a um aumento da inflação. Tal fenômeno seria o que a literatura ortodoxa chama de *price-puzzle*. O que ocorre é que frente a uma elevação da taxa de juros a inflação inicialmente se acelera. A explicação desta linha de pensamento é a de que há um problema de má especificação, isto é, as variáveis incluídas no modelo não esgotam o conjunto de informação à disposição do banco central.

Modenesi et. al. (*idem*: 213) apresentam uma alternativa a esta explicação. Esta se daria devido à existência de um canal de custos na transmissão da política monetária. O que acontece é que um aumento da taxa de juros leva a aumento no custo de produção das firmas, estas dependendo do seu poder de mercado, conseguem repassar tal aumento para os preços. Com isso em um primeiro momento um aumento da taxa de juros levará a uma elevação do nível geral de preços, somente posteriormente, com o desaquecimento da economia devido ao aumento da taxa de juros que esta é capaz de impactar negativamente a inflação. Assim, “o *puzzle* surgiria (...) de um descompasso entre os efeitos da política monetária sobre os custos de produção – que são mais imediatos – e seus impactos defasados sobre a demanda agregada e, por fim, nos preços.” (Modenesi et. al., *idem*: 213)

Podemos resumi-lo da seguinte maneira:

$$\downarrow M \rightarrow \uparrow i_r \rightarrow \uparrow custo \rightarrow \uparrow \pi$$

onde,  $M$  é a base monetária,  $i_r$ , a taxa de juros real e  $\pi$  a inflação.

### II.2.2. Canal câmbio-custo

O canal câmbio-custo, por sua vez, funciona com o sinal esperado e reforça o canal câmbio-demanda, segundo Modenesi et. al. (*idem*: 213). O câmbio influencia os custos na medida em que parte de seus insumos e equipamentos são importados. Dessa forma, uma valorização cambial, ao tornar mais barata as importações de bens, leva a uma redução dos custos de produção, que contribuiria para uma redução da inflação, dependendo das características estruturais e comportamentais do mercado, além das condições de demanda, como colocado anteriormente.

Podemos representa-lo da seguinte forma:

$$\downarrow M \rightarrow \uparrow i_r \rightarrow \uparrow E \rightarrow \downarrow \text{preço de importados} \rightarrow \downarrow \text{custos} \rightarrow \downarrow \pi$$

Onde E representa a valorização cambial.

### II.3. Conclusão

Dessa forma, o que se conclui é que o banco central omite os fatores microeconômicos na determinação da inflação, e tal omissão pode levar que a dinâmica de preços em resposta a uma política monetária restritiva seja diferente daquela esperada pela autoridade monetária.

Numa economia que adote o RMI, diante de qualquer pressão inflacionária, independente de sua origem, eleva-se a taxa de juros. Tal elevação, espera-se, aumenta o hiato do desemprego, dificultando o repasse de custos aos preços, interrompendo a tendência inflacionária. Assim, segundo Sicsú (*idem*: 127), uma economia que adote esse modelo dificilmente terá inflações originadas na demanda, isso porque em tais economias a taxa corrente de desemprego jamais se aproxima da taxa de pleno emprego. O que o autor coloca é que “o custo de se manter a estabilidade monetária é manter a economia em estado de permanente *stop-and-go* ou, na média, semideprimida, com uma elevada taxa de desemprego média.” (Sicsú, *idem*: 128).

Daí pode-se concluir que, como coloca Modenesi (2005: 203), ao privilegiar a utilização da política monetária na busca pela estabilidade de preços, o RMI limita as formas de combate à inflação. Além disso, tal modelo tende a comprometer o desempenho econômico, aumentando o desemprego e o hiato do produto.

“Se a maioria dos choques inflacionários que incidem sobre a economia resulta de pressões do lado da oferta, o regime monetário de metas de inflação torna-se menos eficiente no combate à inflação, ao provocar uma elevação excessiva do desemprego e do hiato do produto.” (Modenesi, *idem*: 203).

Contudo, para além de comprometer o crescimento da economia de forma desnecessária, ao ignorar os fatores microeconômicos na formação de preços o Banco Central não considera fatores dessa natureza ao fixar a taxa básica de juros. Assim “a dinâmica de preços em resposta a um impulso monetário pode assumir trajetória distinta daquela esperada pelo banco central.” (Modenesi et. al., 2012: 205).

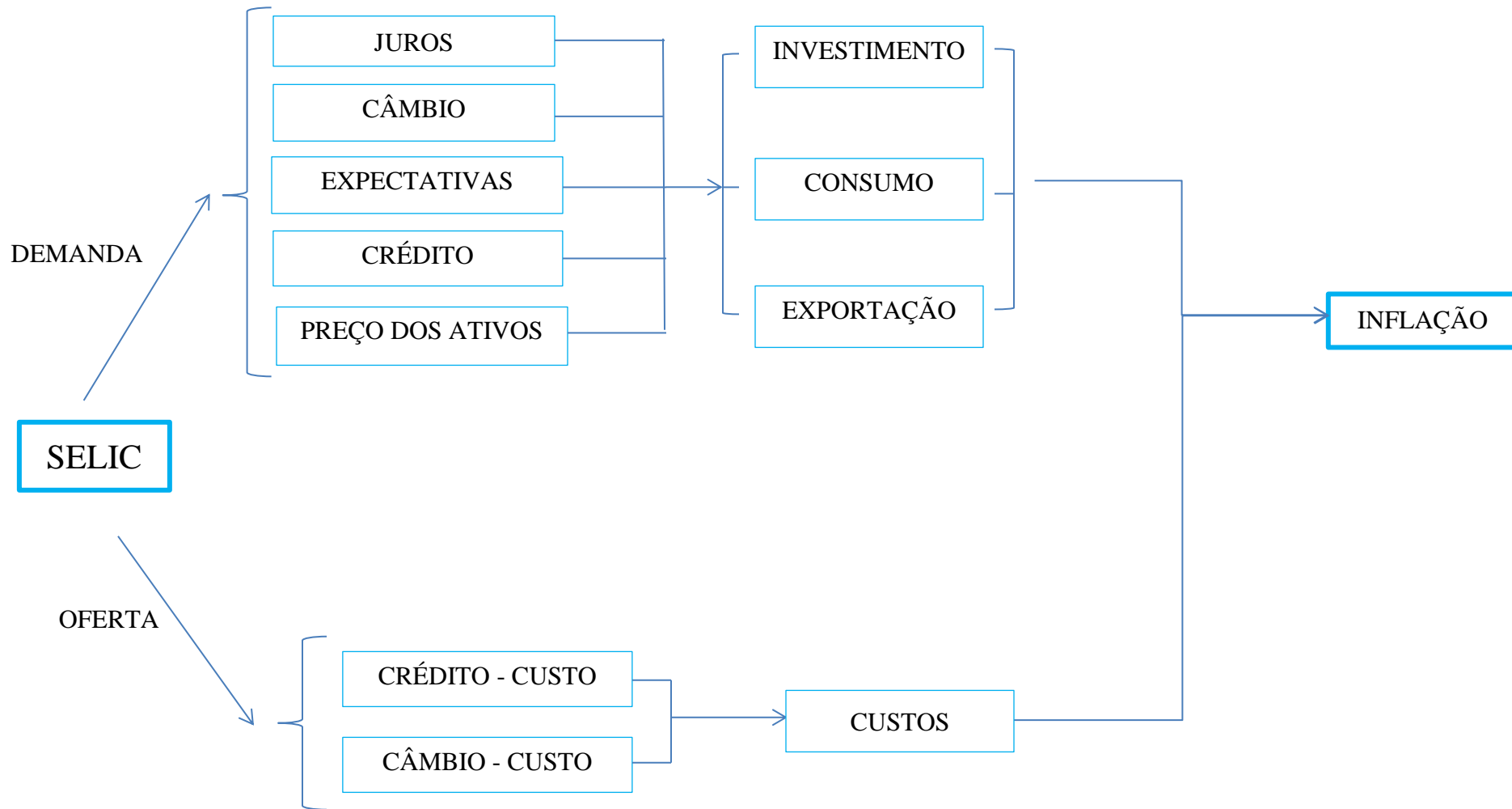
Ou seja, não só os canais de transmissão não necessariamente são eficazes em transmitir os efeitos esperados da política monetária, mas podem operar no sentido inverso do formulado pela teoria econômica tradicional. Colocando de outra forma, dado que a inflação não tem origem necessariamente no excesso de demanda, mas pode, principalmente, ser originada devido a pressões de custo, a transmissão da variável operacional aos agregados finais, em especial, a taxa de inflação, pode ocorrer de forma distinta do previsto.

Disso se conclui que os canais de transmissão da política monetária podem operar de forma imprecisa ou ineficaz não por causa das idiossincrasias de cada país, mas devido a um problema teórico na elucidação dos efeitos esperados de aumentos na taxa de juros ou variações nos agregados monetários.

Podemos sintetizar todos os canais pelos quais a política monetária influencia a inflação da seguinte maneira:



**Figura 2.1 – Os Mecanismos de Transmissão da Política Monetária**



## CAPÍTULO III - OS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA

### MONETÁRIA NO BRASIL (2000-2013)

Tendo sido realizada uma análise crítica dos mecanismos de transmissão da política monetária, nos voltamos agora à análise do caso brasileiro. A adoção do Plano Real (PR) em 1995 se deu a fim de alcançar a estabilidade de preços, após a economia brasileira ter passado por um longo período de alta inflação. Após a conquista de tal estabilidade, era esperado uma flexibilização da taxa básica de juros (Selic) para níveis equivalentes aos praticados no resto do mundo, o que, contudo, não foi o observado. Mesmo depois da implementação do PR, com a adoção do RMI em 1999, e sendo promovida, neste mesmo ano, a inflexão da política fiscal, com geração de superávits primários, a Selic somente ficou abaixo de 10% a.a. em três anos 2009, 2012 e 2013, como podemos ver na tabela abaixo.

**Tabela III.1. Taxa de juros – Selic acumulada no mês anualizada**

Taxa de juros - Selic acumulada no mês anualizada - %a.a.	
2000	16,19
2001	19,05
2002	23,03
2003	16,91
2004	17,5
2005	18,24
2006	13,19
2007	11,18
2008	13,66
<b>2009</b>	<b>8,65</b>
2010	10,66
2011	10,9
<b>2012</b>	<b>7,16</b>
<b>2013</b>	<b>9,90</b>

Fonte: BCB

Dentro do mesmo período, a taxa de inflação, medida pelo IPCA, se manteve acima do centro da meta de inflação na maioria do período, como podemos observar na tabela abaixo.

**Tabela III.2. Comparação entre IPCA e a meta para a inflação**

	Índice nacional de preços ao consumidor-amplio (IPCA)	Meta para a inflação
<b>2000</b>	<b>5,97</b>	<b>6,0</b>
2001	7,67	4,0
2002	12,53	3,5
2003	9,30	4,0
2004	7,60	5,5
2005	5,69	4,5
<b>2006</b>	<b>3,14</b>	<b>4,5</b>
<b>2007</b>	<b>4,46</b>	<b>4,5</b>
2008	5,90	4,5
<b>2009</b>	<b>4,31</b>	<b>4,5</b>
2010	5,91	4,5
2011	6,50	4,5
2012	5,84	4,5
2013	5,91	4,5

Fonte: BCB

Em primeiro lugar, pode-se associar estes resultados ao mau funcionamento dos mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. Como aponta Barboza (2012: 27), “a existência de mecanismos de transmissão parcialmente obstruídos acarreta duas consequências perversas para a política monetária praticada no Brasil: (i) aumenta o nível da taxa de juros; (ii) eleva a volatilidade da taxa de juros.” Barboza (*idem*: 27), partindo da hipótese de que o nível de taxa de juros se relaciona com o nível de demanda agregada, conclui que se os canais não estão funcionando em sua totalidade seria necessário que o nível de taxa de juros se mantenha excessivamente elevado para assegurar determinado nível de demanda. Com isso “a economia brasileira, ao menos o que parece, tem um nível de taxa de juros que sofre influência das obstruções nos canais de propagação da política monetária.” (Barboza, *idem*: 29).

Num segundo momento, devemos considerar que tais resultados podem revelar simplesmente a inadequação da teoria que orienta a análise dos canais de transmissão da política monetária: as altas taxas de juros são incapazes de influenciar a inflação no Brasil não porque há obstruções nos canais de transmissão, mas principalmente porque a inflação brasileira não tem origem no excesso de demanda, mas em outros elementos, como destacado no Capítulo 2.

Dada esta análise devemos observar como cada canal de transmissão funciona no Brasil, buscando, assim, avaliar as possíveis obstruções que ocorrem na economia brasileira, bem como as formas “perversas” de operação dos canais, isso que será realizado nas seções subsequentes.

### ***III.1. Estrutura a termo a taxa de juros***

Retomando o funcionamento desse canal vemos que um aumento na Selic, causado por uma contração monetária, ocasionará um aumento da taxa de juros de longo prazo, que por sua vez reduzirá o investimento e o consumo e assim reduzirá a inflação:

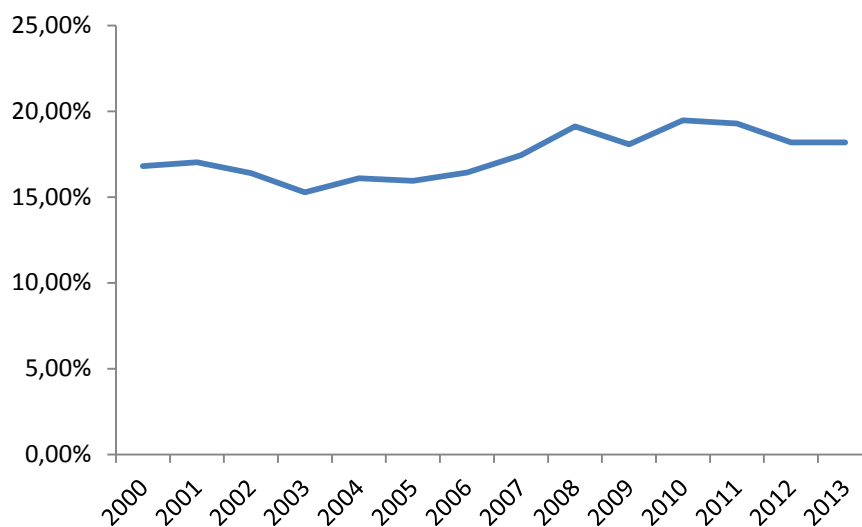
$$\downarrow M \rightarrow \uparrow i_r \rightarrow \uparrow i_{lp} \rightarrow \downarrow I, C \rightarrow \downarrow Y \rightarrow \downarrow \pi$$

Podemos observar que um importante passo deste canal é influência que um aumento da taxa de juros de longo prazo terá sobre o investimento. No Brasil, contudo, como observado por Luporini e Alvez (2010: 464) através de estudo empírico a taxa de juros real apresentou coeficiente positivo e não significativo nas equações estimadas, o que indica que, sendo a taxa de juros real uma *proxy* para o custo de utilização de capital, não contribui para reduções do investimento.

Assim, Luporini e Alvez (*idem*: 464) ressaltam que apesar do custo do capital ser indicado como fundamental na determinação do investimento, empiricamente, no Brasil, tal variável não apresenta coeficientes significativos. As autoras explicam que isso se deve “(...) por um lado, pela tradição das empresas de não buscarem financiamento externo à firma e, por outro, pela volatilidade das taxas de juros durante o período de alta inflação, fazendo com que a taxa de juros deixasse de ser referência para o cálculo do custo de oportunidade do investimento.” (Luporini e Alvez, *idem*: 464).

Analisando a proporção do investimento sobre o PIB durante o período estudado podemos encontrar também um problema na influência que o investimento tem sobre a demanda agregada. Como podemos ver no gráfico abaixo, que utiliza a FBCF como *proxy* do investimento realizado e reflete a proporção FBCF/PIB, o peso do investimento se manteve sempre abaixo dos 20%, algo considerado baixo quando comparado aos níveis praticados no resto do mundo.

**Gráfico III.1. Relação FBCF/PIB no Brasil entre 2000 e 2013**

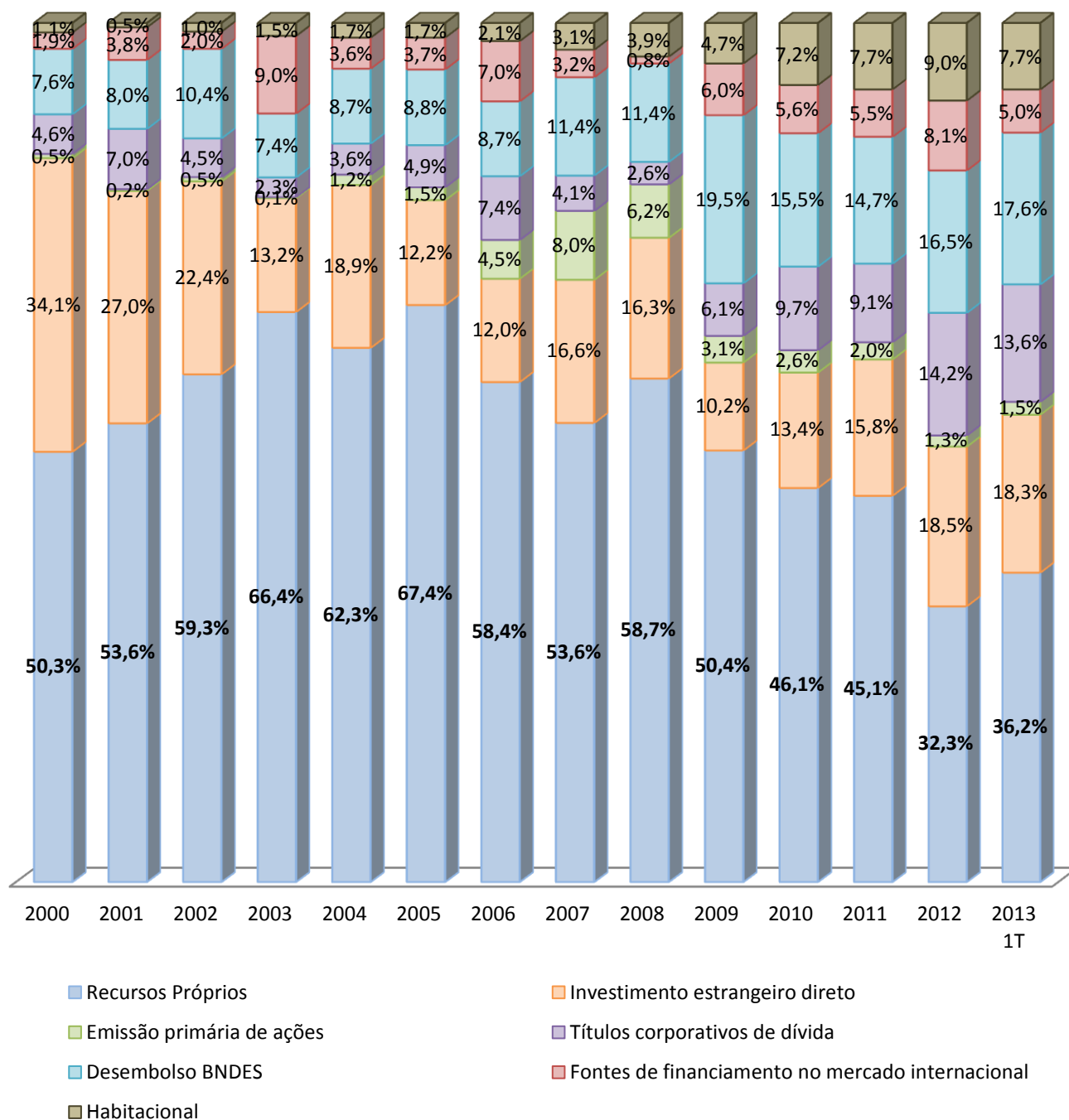


Fonte: Ipeadata

Isso pode indicar que o investimento não tem grande poder na determinação da demanda agregada, dessa forma podemos acreditar que esse passo do mecanismo também encontra “obstruções” no Brasil.

Além disso, no Brasil, ao analisar o padrão de financiamento, vemos que a grande parte do investimento se dá via utilização dos recursos próprios. (Gráfico III.2)

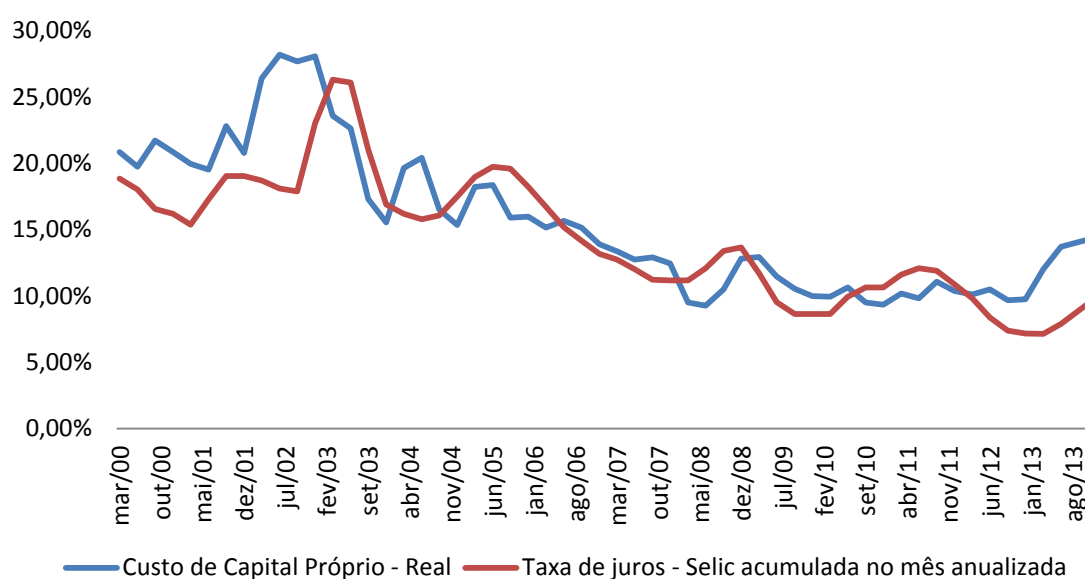
**Gráfico III.2. Padrão de Financiamento da Indústria Brasileiras**



Fonte: CEMEC

Além de ser uma das razões para que a taxa de juros real não influencie o investimento, a escolha por utilização de recursos próprios, devido uma taxa de juros real mais elevada levará a uma elevação de preços em uma economia oligopolizada, a fim de aumentar a acumulação interna, conforme previsto pela teoria pós-keynesiana. Ao comparar a taxa do custo do capital próprio com a Selic constatamos que a primeira tende a seguir e antecipar os movimentos da taxa básica de juros. (Gráfico III.3)

**Gráfico III.3. Comparação entre Custo do Capital Próprio – Real e Taxa de juros – Selic acumulada no mês e anualizada - % a.a.**



Fonte: CEMEC e BCB

Tal gráfico mostra que um aumento na taxa básica de juros causa um aumento nos custos nas firmas que utilizam recursos próprios como forma de financiamento. Dado o gráfico III.2, que analisa o padrão de financiamento e mostra que na economia brasileira há uma preferência pelo uso dos recursos próprios, um aumento nos custos do capital próprio, poderá levar a um choque de oferta, uma vez que aumentará os custos das firmas.

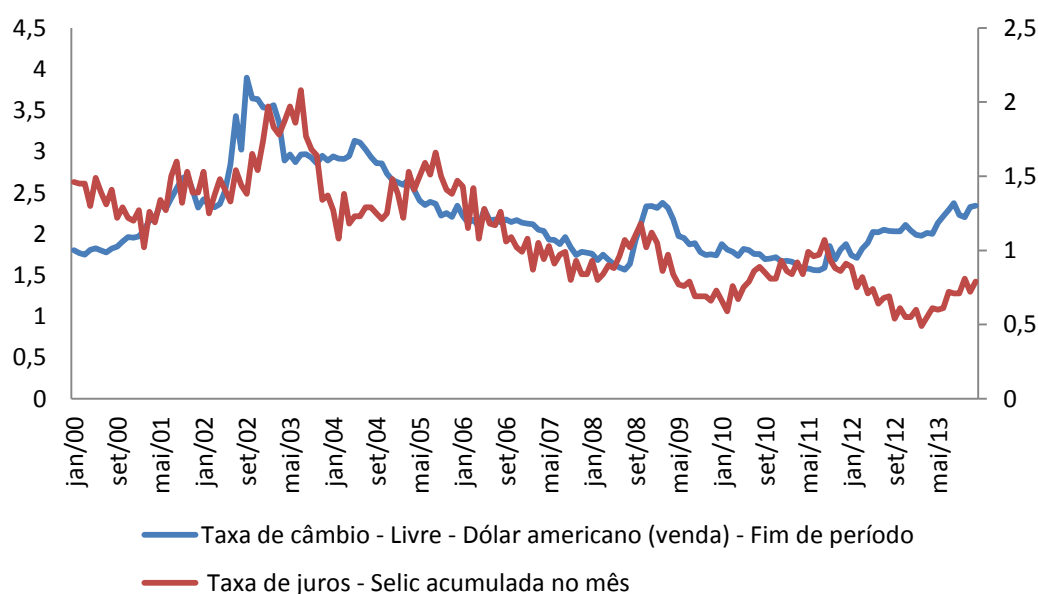
Podemos concluir que o canal de juros não atua em sua totalidade na economia brasileira, uma vez que: (i) a taxa de juros real não é capaz de afetar o investimento como mostrado pelo trabalho empírico da Luporini e Alvez (2010); (ii) a participação do investimento no PIB não é significativa não tendo grande influência na demanda agregada. Além disso, a maior utilização dos recursos próprios pelas firmas, e a influência que um aumento da taxa Selic, tem no custo do capital próprio, leva a acreditar que esse canal atue de forma perversa na economia brasileira. Um aumento da taxa Selic leva um aumento no custo do capital próprio, levando as firmas que utilizam os recursos próprios a elevarem seus preços para aumentar a arrecadação interna. Como falado no capítulo II, a inflação causada por um choque de oferta não será solucionado de forma eficaz pelo RMI, e nesse caso terá como efeito incentivar uma escalada nos preços.

### III.2. Taxa de câmbio

A taxa de câmbio se apresenta como importante mecanismo de transmissão da política monetária no Brasil. Estudo empírico feito por Modenesi e Araújo (2012: 26) aponta a grande relevância deste na economia brasileira: quando ocorre uma desvalorização do real a inflação tende a aumentar; com isso, se segue uma elevação na taxa de juros, a subsequente valorização do real e, num terceiro momento, uma redução da inflação. A taxa de câmbio, neste contexto, se torna a principal variável a se levar em consideração para a formulação da política monetária. (Modenesi e Araújo, *idem*: 28).

Isso pode ser visto no gráfico abaixo, que demonstra a variação da taxa de câmbio e da taxa de juros. A primeira esta referenciada do eixo principal e a taxa de câmbio no eixo secundário.

**Gráfico III.4. Comparação entre Taxa de câmbio livre do dólar no fim do período (eixo principal) e Taxa de juros – Selic acumulada no mês - % a.m.**



Fonte: BCB.

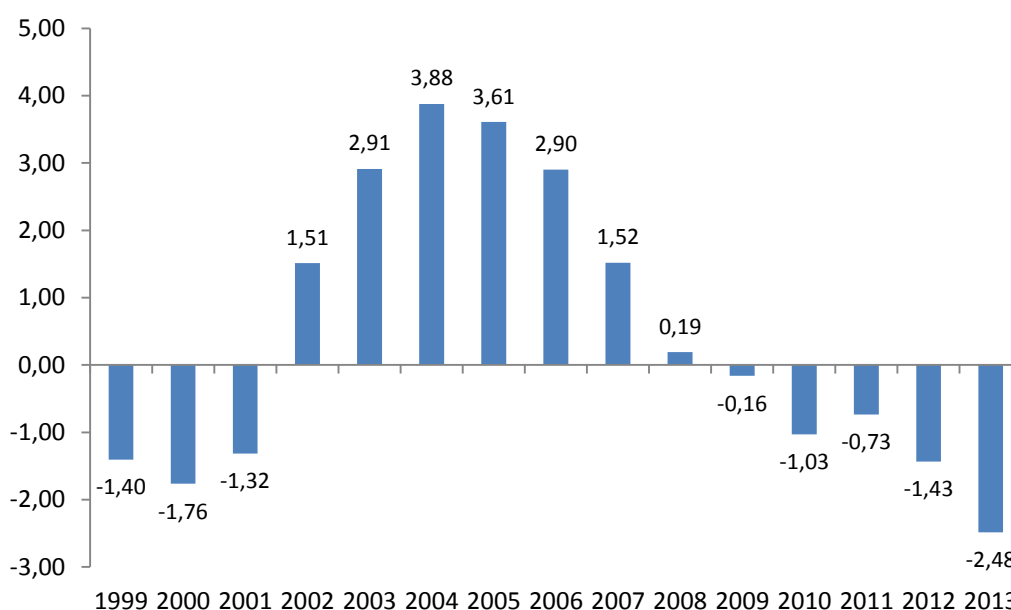
Podemos perceber que os movimentos da taxa de juros seguem os movimentos apresentados da taxa de câmbio como apresentado no trabalho empírico de Modenesi e Araújo (*idem*). Tal estudo ainda aponta que a variação na taxa de câmbio explica 45% do comportamento da inflação, reforçando o fato de o canal de câmbio ser considerado o principal mecanismo de transmissão da política monetária. Como apontado pelos autores: “(...) the evolution of



exchange rate explains nearly a half (45%) of inflation's behavior, which confirms the importance of exchange rate in the transmission mechanism of monetary policy.” (Modenesi e Araújo, *idem*: 28).

Por outro lado, analisando o canal da política monetária como apresentado pelo Novo Consenso observamos que a influência que as exportações líquidas têm na demanda agregada é muito baixa na economia brasileira.

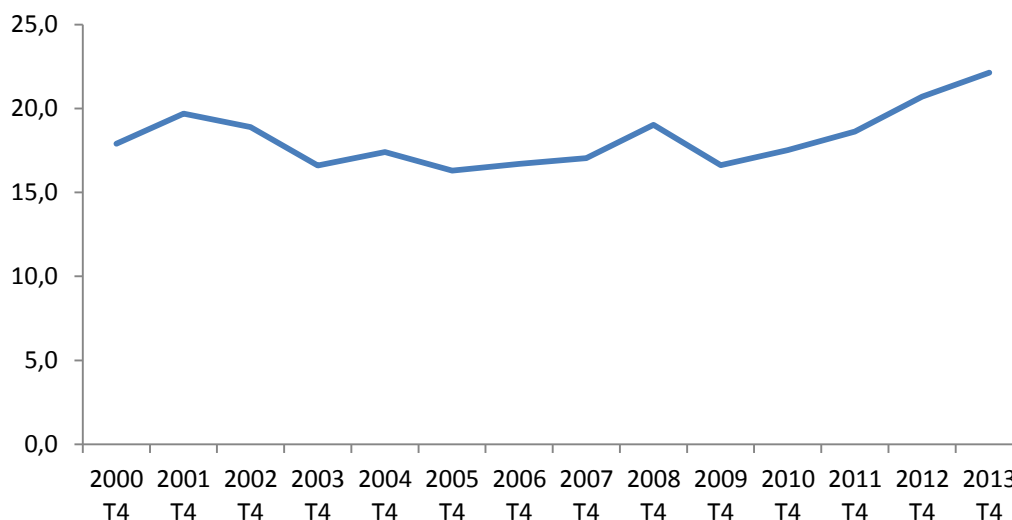
**Gráfico III.5. Participação das Exportações Líquidas no PIB - %**



Fonte: IBGE.

O que ocorre é que o mecanismo “clássico” de transmissão da taxa de câmbio não é capaz de influenciar de forma eficaz a inflação por meio das exportações líquidas, uma vez que estas não possuem grande expressividade no PIB. Isso nos leva a crer que o canal de custos, ressaltado pela teoria pós-keynesiana, pode ser o mais expressivo ao explicar o comportamento da inflação perante mudanças na taxa de câmbio. Com efeito, podemos observar o peso que os importados têm na estrutura de insumos da indústria nacional, através, por exemplo, do coeficiente de penetração na indústria brasileira:

**Gráfico III.6. Coeficiente de Penetração na Indústria - %**



Fonte: Confederação Nacional da Indústria.

Esse apresenta grande relevância, sendo próximo dos 20% nos anos estudados. Assim, dada a importância do canal de câmbio e o alto coeficiente de penetração existente na economia brasileira, podemos dizer que há evidências de que o principal fator que atua sobre a inflação brasileira são os custos dos insumos importados. Como demonstrado no capítulo anterior, sendo este motivo uma inflação gerada pelo lado da oferta.

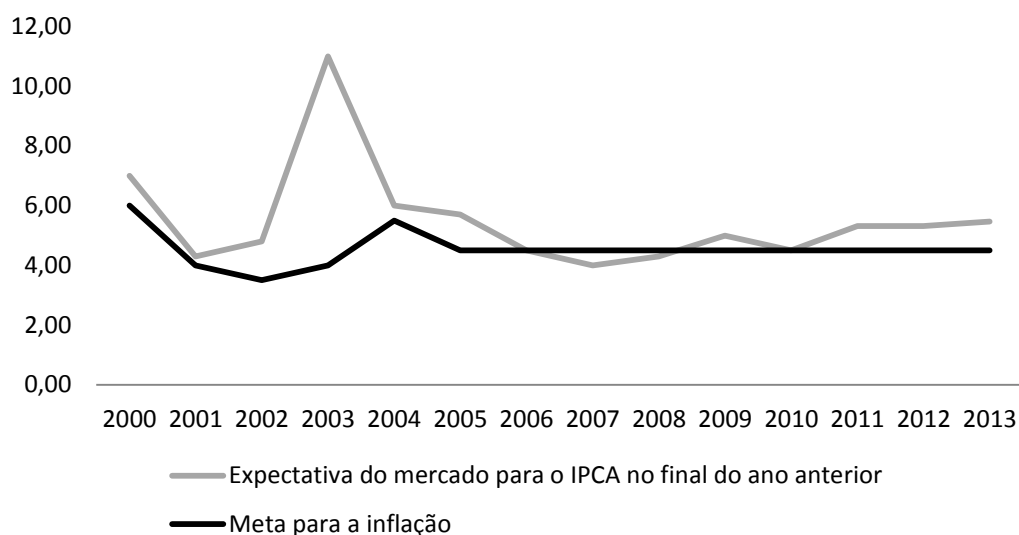
### ***III.3. Expectativas***

O canal das expectativas tem o poder de aumentar a eficiência dos demais canais na política monetária. Esse se baseia nas expectativas dos agentes quanto à inflação futura que é capaz de influenciar de fato sua determinação.

No Brasil devido ao histórico de três décadas de alta inflação as expectativas do setor privado têm apresentado um pessimismo quanto à inflação futura. No gráfico III.7, podemos ver que apesar do Banco Central do Brasil (BCB), praticar uma política monetária restritiva e manter a meta de inflação em patamares baixos, as expectativas de inflação na maioria dos anos se manteve acima do esperado.

O gráfico relaciona a expectativa no final do ano anterior para o ano seguinte com a meta de inflação para esse segundo ano. Por exemplo, no final de 1999, a expectativa para a variação do IPCA para 2000 era de 7%, para este último ano a meta de inflação do BCB era de 6%.

**Gráfico III.7. Comparação entre a expectativa do mercado para o IPCA no final do ano anterior com a meta de inflação**



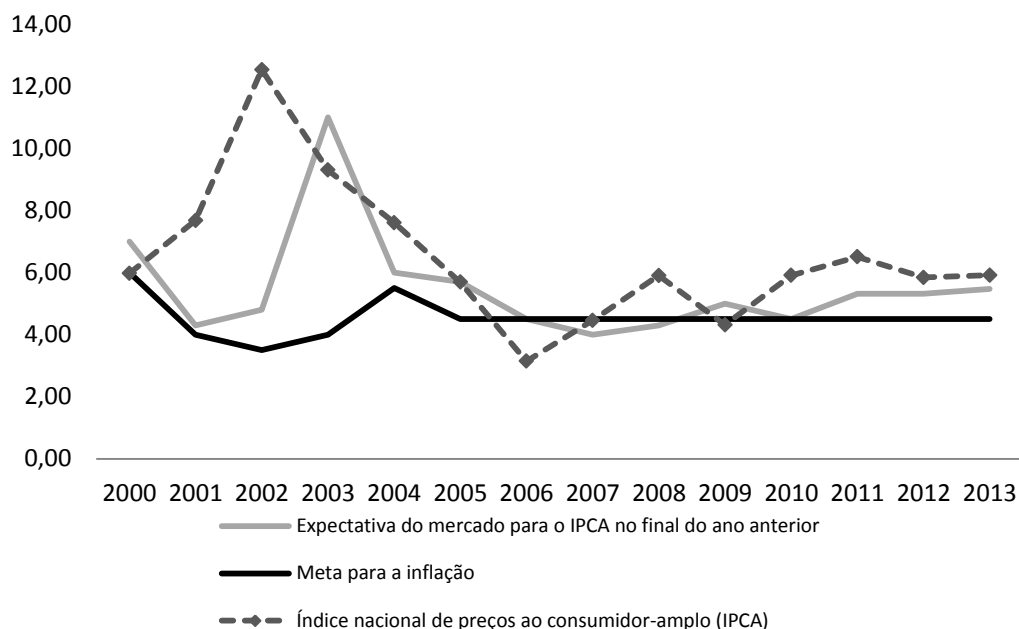
Fonte: BCB

Isso demonstra uma evidência de que, apesar do BCB manter a meta de inflação em níveis baixos, as expectativas dos agentes estiveram na maior parte dos anos analisados superior a esta meta, o que pode ser devido à memória de alta inflação ainda presente na sociedade brasileira.

Ademais, ao incluirmos nesta comparação as variações do IPCA observadas de fato para estes anos, observamos que em sua grande maioria este estava acima da meta de inflação, como apresentado anteriormente na Tabela III.2, e que incluímos no gráfico abaixo.

Podemos observar no gráfico que a expectativa do mercado e o IPCA observado possuem trajetórias semelhantes, podendo indicar que há relação entre esses dois indicadores. Contudo, não é claro através do gráfico qual é a variável explicativa. Podemos afirmar, no entanto, que devido a relação entre a expectativa de mercado para o IPCA e o IPCA observado, há uma clara evidência de que a expectativa pode ser uma das explicações para que a taxa de inflação se mantenha persistentemente acima de sua meta.

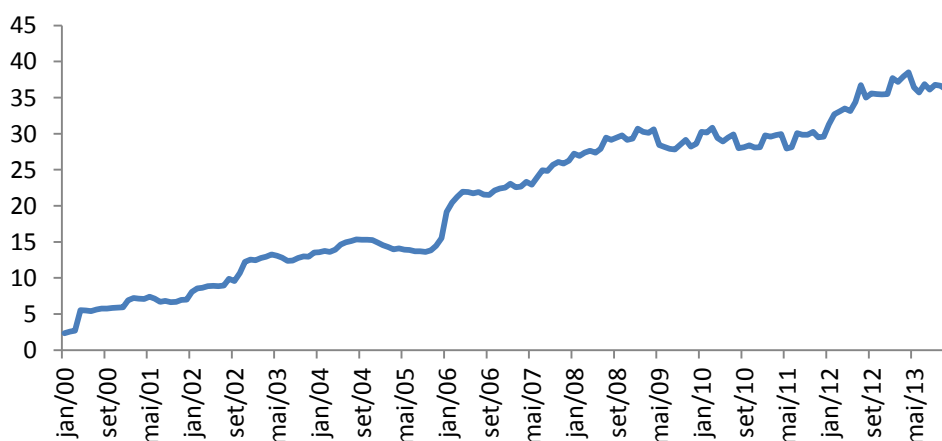
**Gráfico III.8. Comparação entre expectativa do mercado para o IPCA no fim do ano anterior, meta para a inflação e com o Índice Nacional de Preços ao Consumidos – amplo (IPCA)**



Fonte: BCB

Além do histórico de alta inflação, outro fator que leva as expectativas do mercado e o próprio IPCA se manterem elevados é a alta indexação financeira e dos contratos, ainda presente na economia brasileira. Ao observarmos a composição da carteira da dívida mobiliária federal no gráfico abaixo, constatamos que os títulos indexados a índices de inflação cresceram de forma não desprezível nos últimos anos, chegando em 2013 a 36% da carteira.

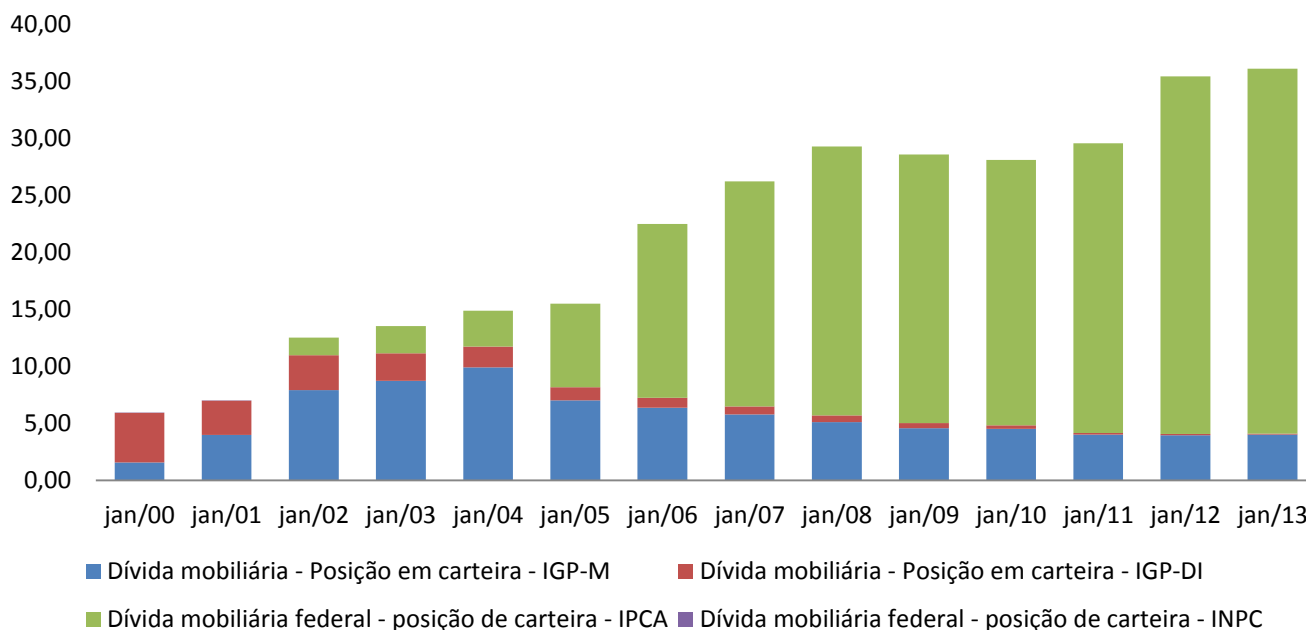
**Gráfico III.9. Dívida Mobiliária Federal indexada aos preços - %**



Fonte: BCB

Analisando também os índices aos quais a carteira esta indexada, vemos que a maior predominância se dá no IPCA, principalmente de 2006 a 2013. (Gráfico III.10)

**Gráfico III.10. Composição da Dívida Mobiliária Federal indexada aos preços dividida por cada índice**



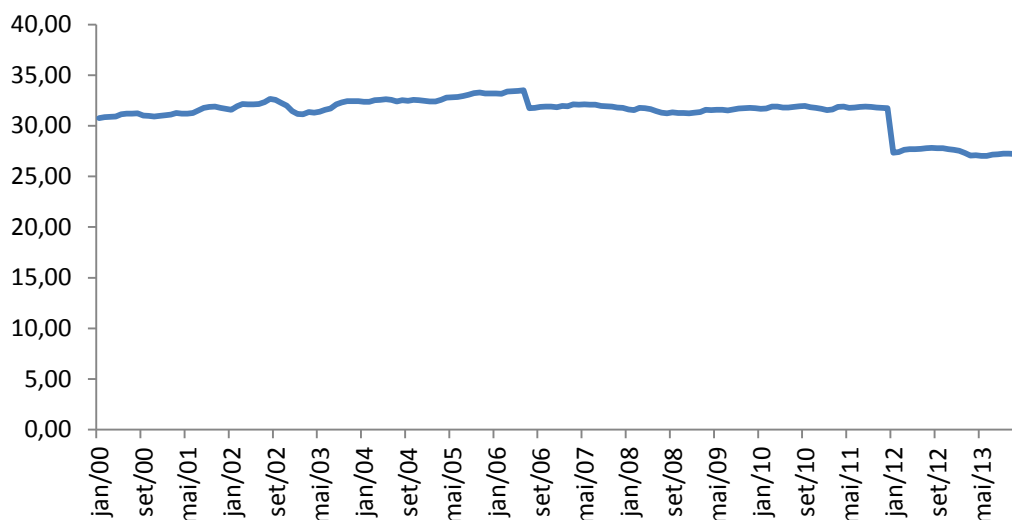
Fonte: BCB

Este fato mostra que o mercado financeiro no Brasil tem grande parcela de sua carteira indexada à inflação, mais especificamente, ao principal índice de referência para a determinação da taxa básica de juros.

Por outro lado, quando olhamos pelo lado dos contratos, vemos que 1/3 dos preços na economia brasileira são indexados à inflação, como os preços dos aluguéis, tarifa de ônibus e energia elétrica (Gráfico III.11). Isso nos mostra que uma parcela importante do IPCA esta associada à inflação passada. Desta forma, mudanças passadas nos preços são trazidas para o presente, aumentando as expectativas de alta inflação de um período para o outro.

Assim vemos que, no Brasil, devido ao histórico de alta inflação e por ter uma grande parcela de seus preços indexados, tanto no âmbito financeiro quanto no âmbito dos contratos, as expectativas de inflação se mantêm elevadas, tendo uma influência negativa no IPCA.

**Gráfico III.11. Percentual do IPCA indexado no mês, acumulado no ano e pesos no mês**



Fonte: IBGE

Esse canal, portanto, atua de forma perversa, comprometendo a atuação “tradicional” do Banco Central brasileiro. A política monetária, num ambiente de taxas de juros eminentemente elevadas, deveria ser capaz de controlar as expectativas dos agentes e assim normalizar os gastos com investimento e consumo. Contudo, no Brasil as expectativas tem se mantido constantemente acima da meta determinada pelo Copom e a indexação mostra a política monetária “tradicional” inócua. Mais importante que elevar os juros, seria atuar sobre as “causas”, como prega a teoria pós-keynesiana, atuando sobre a indexação dos contratos, através de diferentes mecanismos.

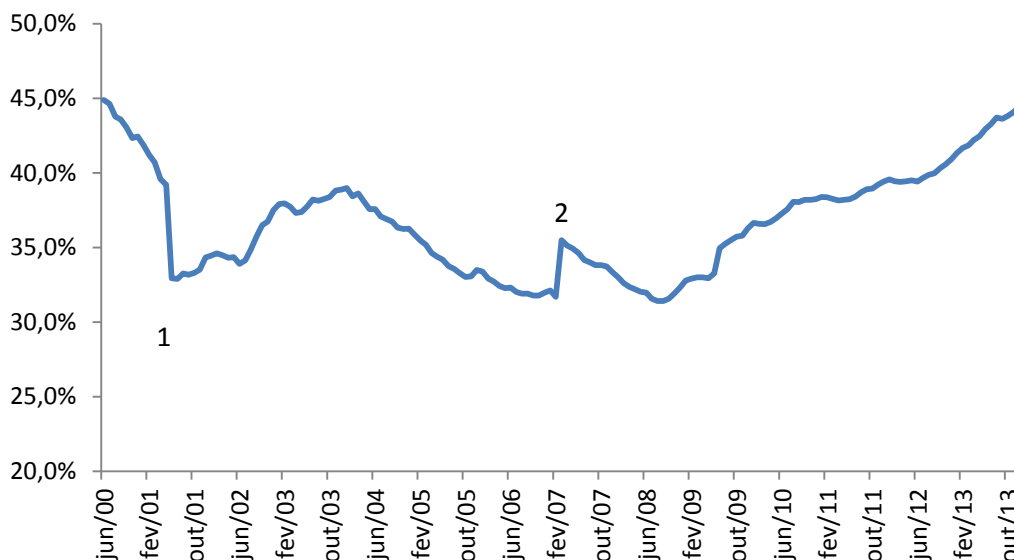
#### **III.4. Crédito**

O canal do crédito tem o poder de afetar o nível geral de preços através da concessão de crédito dos bancos comerciais. No Brasil, existe um mercado de crédito segmentado, e parcela importante do crédito concedido não é afetada por alterações na taxa básica de juros (Barboza, 2012: 21).

O mercado de crédito é segmentado entre o crédito livre e crédito direcionado. A singularidade brasileira não esta baseada na divisão em si, mas no peso que o crédito direcionado tem no mercado. Entre 2000 e 2013 uma média de 36,6% do estoque de crédito constitui empréstimos direcionados. Podemos observar isso também no gráfico abaixo, que

analisa a proporção crédito direcionado no total. Vemos que ela permanece alta durante todo o período e com taxas crescentes nos últimos anos.

**Gráfico III.12. Proporção crédito direcionado/crédito total - %**



Fonte: BCB. As quebras presentes no gráfico se devem em (1) a um ajuste no saldo de crédito habitacional em função da reestruturação da Caixa Econômica Federal e do Sistema Nacional de Habitação relacionada ao PROEF (criação da EMGEA e transferência dos créditos de difícil recuperação para esta empresa); e em (2) a uma mudança metodológica na apuração das séries pelo BCB.

O problema para a eficácia da política monetária do Novo Consenso de grande parcela do crédito ser em forma de crédito direcionado, esta nas características que estas operações apresentam. Primeiramente, o preço que baliza essas operações não é sensível a alterações na taxa de básica de juros. Assim, parcela importante do crédito no Brasil não sofre influência da principal variável da política monetária, não sendo alterada após mudanças nesta. Uma segunda característica que transforma este numa obstrução do canal do crédito é o fato das taxas de juros praticadas nestas operações, persistentemente, se mantém abaixo da taxa Selic, fazendo com que esta influencie menos a demanda agregada privada doméstica. (Barboza, *idem*: 22).

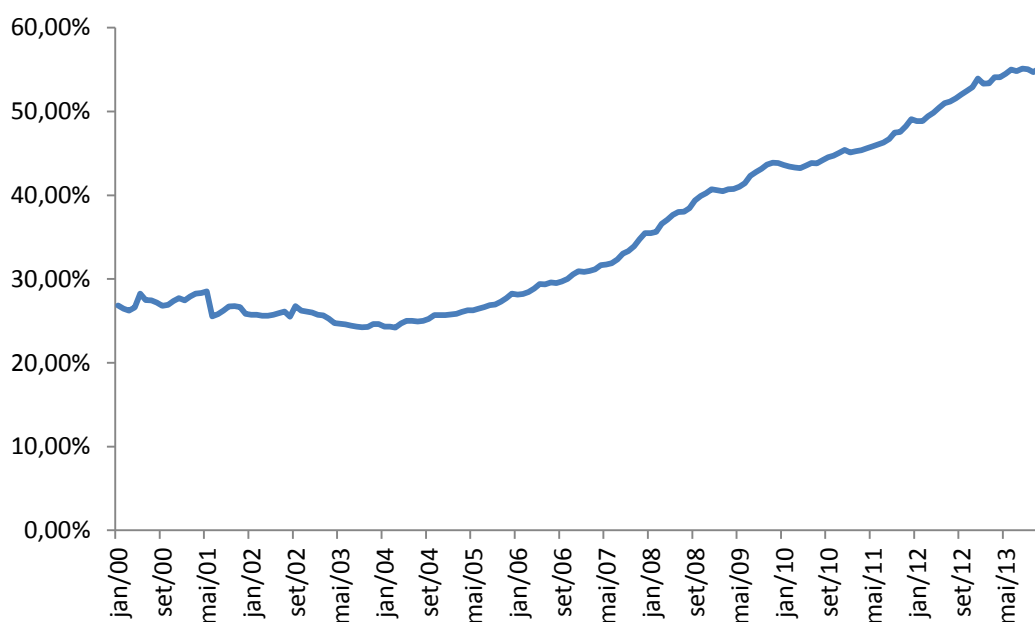
Esta atrofia do segmento de mercado de crédito livre no Brasil é explicada por dois fatores:

“(i) décadas de inflação elevada forçaram o sistema bancário a cobrar taxas de juros excessivamente elevadas, o que acabou reduzindo a oferta de crédito na economia; (ii) anos de desequilíbrios fiscais

cederam um bom e rentável destino para os recursos bancários, alternativos à concessão de crédito ao setor privados.” (Barboza, 2012: 25)

Assim ao analisarmos a relação crédito/PIB no Brasil observamos que esta é muito abaixo daquelas encontradas nas economias do resto do mundo. Quando analisamos o gráfico abaixo podemos notar que apesar de nos últimos anos ter crescido, tal proporção se mantém muito abaixo do desejado.

**Gráfico III.13. Proporção Crédito/PIB**



Fonte: BCB

Este fato leva a acreditarmos que o canal do crédito no Brasil não tem poder expressivo para transmitir alterações da política monetária para o nível geral de preços.

É importante lembrar, como mostrado no capítulo II, que o canal de crédito, ainda, apresenta um mecanismo perverso que está relacionado com o grau de concentração do mercado. Uma vez que este é alto no Brasil, e que um aumento da taxa de juros representa um aumento nos custos das firmas, em um primeiro momento uma política monetária contracionista levará tais empresas com grande poder de mercado a repassarem estes custos para os preços, levando assim um aumento no nível geral de preços e, conseqüentemente, na taxa de inflação.

O canal de crédito no Brasil, portanto, além de estar obstruído devido a alta participação do crédito direcionado presente no Brasil e da baixa proporção crédito/PIB, apresenta um mecanismo perverso. Com isso, mudanças na taxa de juros não são transmitidas de forma



eficaz por este mecanismo, o que não justifica, mais uma vez, a utilização desta variável como forma de guiar a política anti-inflacionária no país.

### ***III.5. Preço dos ativos***

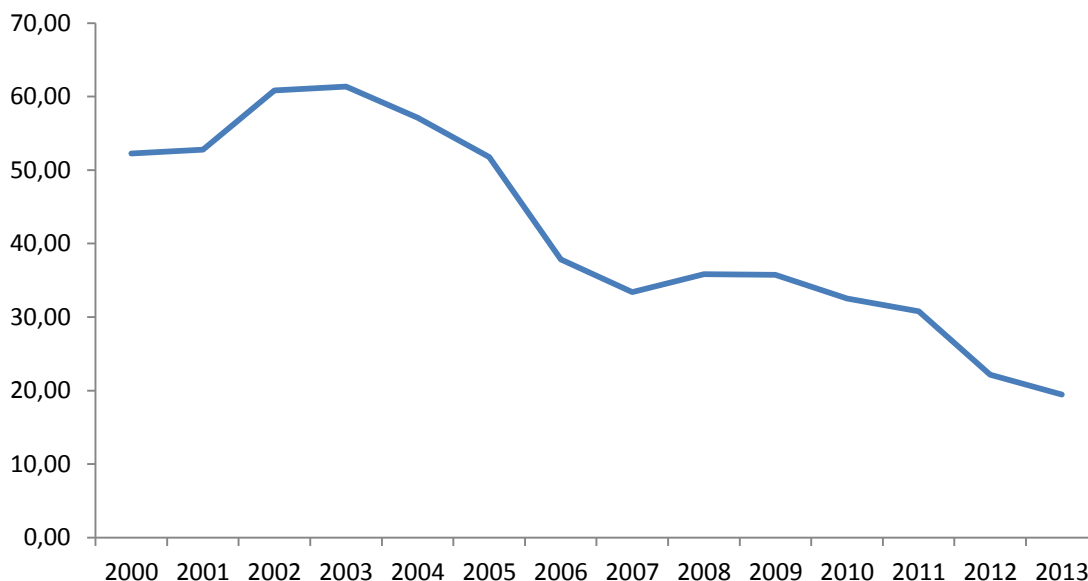
Este canal tem seus efeitos enfraquecidos devido à presença de um ativo singular na dívida pública federal, as letras financeiras do Tesouro (LFTs), títulos públicos cuja remuneração é indexada integralmente à taxa Selic. Como aponta Modenesi (2012: 394), as características deste título o tornam um ativo singular, por ser um título pós-fixado e com alta liquidez e rentabilidade.

Tal título permite que ocorra uma vinculação entre o mercado monetário e o de dívida pública via correção das LFT pela Selic. Assim a taxa básica de juros, além de fazer seu papel como instrumento de política monetária, também baliza as ofertas de títulos do Tesouro Nacional (TN):

“Surge potencial descoordenação entre o BCB, que usa a Selic para controlar a inflação, e o TN que dela depende para se financiar. Como bem notado por Barbosa (2006), essa vinculação gera um efeito contágio entre a dívida pública e a PM.” (Modenesi, idem: 394)

A alta participação deste ativo na dívida pública cria um mecanismo perverso neste canal. Quase 20% da dívida pública federal estava sobre forma de LFT em 2013, e uma média de 42% entre 2000 e 2013. O gráfico abaixo mostra a evolução da participação das LFT na dívida pública federal.

**Gráfico III. 14. Dívida mobiliária – posição em carteira – participação % por indexador  
– Over/Selic**



Fonte: BCB.

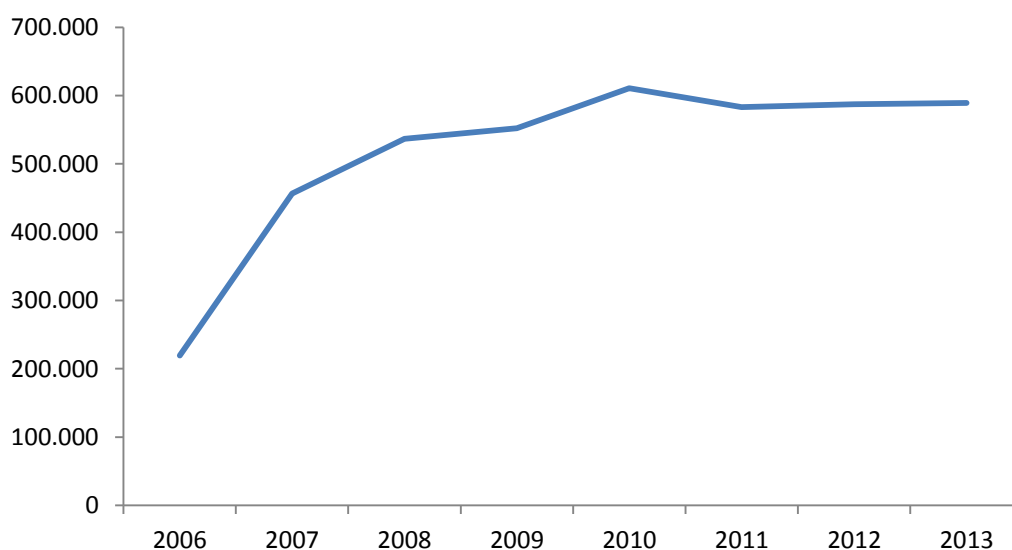
Esta alta participação cria o chamado efeito riqueza às avessas. O efeito riqueza, descrito anteriormente, fazia com que uma contração monetária levasse a uma redução nos preços das ações e faria assim reduzir o poder de compra das famílias. Com a presença das LFT no mercado brasileiro, um aumento da Selic ao mesmo tempo que eleva os fatores de desconto aplicados aos rendimentos, eleva estes rendimentos na mesma proporção. Assim, o impacto sobre o preço do título é eliminado, não gerando uma contração no poder de compra das famílias.(Barbosa, *idem*: 23). Além disso, como aponta Modenesi (2012: 395): “dependendo da propensão marginal a poupar dos detentores de LFT – poderia ampliar a demanda agregada, aumentando os preços.”.

A presença das LFT ainda tem poder ainda de limitar o canal do crédito, uma vez que os bancos comerciais são grandes detentores desses títulos. Assim esses também estão suscetíveis ao efeito riqueza às avessas. Dessa forma, uma contração monetária, através da elevação da Selic, levaria a um incremento nos ativos e receitas dos bancos, levando-os a ampliar os empréstimos. Com isso, a política monetária teria o poder de reduzir o crédito somente quando a alta taxa de juros gerasse um aumento do risco de inadimplência. Assim, dado a presença das LFTs no mercado de títulos brasileiros, somente aumentos da Selic a partir deste limite levaria a uma contração no crédito, isto é, para que este mecanismo funcione é necessário que a Selic se mantenha em patamares elevados (Modenesi, *idem*: 395).

Outro ponto que torna esse canal um fraco mecanismo de transmissão da política monetária no Brasil, é a baixa participação do investidor individual nos mercados de ativos, eliminando a influência do efeito riqueza sobre o consumo, nos moldes de Modigliani. Segundo dados da BM&FBovespa, em 2013 havia apenas 589.276 de contas de pessoas físicas no mercado de ações. Esse baixo número de inserção das famílias nesse tipo de investimento indica que tal mercado é pouco difundido no Brasil. Uma vez que tal canal está baseado no impacto que o valor das ações possuem sobre os investimentos das firmas e no consumo das famílias, como no Brasil esse mercado é pouco expressivo, uma contração monetária não se propagará de forma eficaz para o nível geral de preços por esse mecanismo.

O canal do preço dos ativos, assim, possui obstruções na economia brasileira devido à baixa participação da população brasileira no mercado de ações. Ademais, com a presença das LFT no mercado de títulos brasileiro, este canal pode ainda se tornar perverso aumentando o poder de compra das famílias após um aumento da taxa básica de juros. Desta forma, a política monetária não é transmitida de forma eficaz por este mecanismo.

**Gráfico III.15. Número de contas de investidores pessoas físicas no mercado de ações**



Fonte: BM&FBovespa.

### **III.6. Conclusão**

A partir da análise realizada neste capítulo podemos observar que a maioria dos canais de transmissão da política monetária, em que se baseia a eficácia do RMI, estão obstruídos no

Brasil e que, além disso, em alguns canais a política monetária tem o efeito inverso daquele previsto pela teoria do Novo Consenso, fazendo com que um aumento da taxa de juros tenha efeitos diferentes do previsto pelo receituário tradicional.

Seja através da estrutura a termo da taxa de juros ou através do câmbio, a taxa de juros opera mais no sentido de constituir um custo para os agentes do que no sentido de conter a demanda agregada e os preços. A ineficácia da taxa de juros em influenciar a inflação é gritante ainda no caso dos canais do crédito e do preço dos ativos, o que justifica a utilização de outras variáveis de controle inflacionário que não passem por esses canais. O mesmo ocorre no canal das expectativas: não é a elevação dos juros que vai eliminar os mecanismos de indexação; pelo contrário, ao influenciar dois dos canais (estrutura a termo e câmbio), a utilização das taxas de juros ainda impacta negativamente a taxa de inflação através de seus efeitos deletérios sobre a evolução dos preços; deve-se buscar, portanto, alguma forma de eliminar a indexação na economia brasileira, o que não passa, definitivamente, pelo RMI.

Isso aponta que embora o BCB, nos últimos anos, tenha praticado altas taxas de juros para que o IPCA permaneça em níveis alinhados com a meta, essa empreitada não logra sucesso. Essas altas taxas de juros, incapazes de conter a inflação, tem ainda um efeito perverso no crescimento econômico do país. Assim, devido às peculiaridades presentes na economia brasileira, e aos limites teóricos do modelo do Novo Consenso, o RMI tem prejudicado de forma persistente o desenvolvimento econômico, sem agir de forma eficaz para controlar a inflação.

## CONCLUSÃO

Através do trabalho realizado podemos observar que, apesar do Plano Real ter logrado sucesso na estabilização de preços da economia brasileira, a adoção do RMI não tem obtido sucesso na manutenção da taxa de inflação em níveis aceitáveis. O BCB nos últimos anos tem mantido a taxa de juros em níveis extremamente elevados, porém a taxa de inflação continua em níveis altos quando comparados ao resto do mundo.

Através do estudo realizado o que podemos afirmar é que este quadro se deve, principalmente, a dois fatores: (i) a economia brasileira apresenta peculiaridades que fazem com que as variações na taxa de juros não sejam transmitidas de forma eficaz para o nível geral de preços; além disso (ii) o fato do RMI não combater de forma eficaz as inflações advindas da frente de custos dos fatores faz com que o próprio regime esteja fadado ao fracasso.

Como vimos no estudo empírico realizado alguns dos mecanismos de transmissão da política monetária estão obstruídos na economia brasileira, notadamente, o canal do crédito e o canal do preço dos ativos. Além disso, outros apresentam efeitos diferentes dos esperados pelo Novo Consenso, fazendo que uma política monetária restritiva tenha efeito indesejado: através do canal da estrutura a termo da taxa de juros e do canal do câmbio, a taxa de juros opera mais no sentido de constituir um custo para os agentes. A política monetária brasileira, assim, seguindo o receituário do RMI, não está atuando em sua totalidade, comprometendo o desenvolvimento da economia brasileira, e sendo ineficaz do combate à inflação.

Ademais, também podemos inferir que a inflação brasileira tem sua formação essencialmente pelo lado da oferta. O uso de recursos próprios pelas firmas faz com que a política monetária adotada aumente o custo na produção, gerando uma inflação de custos. No caso do câmbio, os efeitos dependem diretamente de como a taxa de juros afeta o nível da relação entre a moeda brasileira e o dólar ou outras divisas estrangeiras. Como ressaltado no trabalho, o RMI não atua para solucionar os choques advindos do lado da oferta. Nesses casos, o RMI apenas atua elevando o hiato do produto e dificultando a passagem dos aumentos dos custos para os preços, sem efetivamente atuar sobre suas causas. O modelo assim desenhado é pouco eficaz, por elevar o desemprego e o hiato do produto sem que haja necessidade e não combater de forma apropriada as pressões geradoras da inflação.

Concluimos assim, que a política monetária brasileira é ineficaz no combate a inflação, principalmente, devido tanto às obstruções presentes nos mecanismos tradicionais de transmissão da política monetária como aos efeitos “adversos” da taxa de juros sobre os custos de produção, em linha com o previsto pela teoria pós-keynesiana.

Por fim, é importante notar que, neste contexto, a mera remoção das obstruções dos canais de transmissão da política monetária não seria suficiente para tornar a política monetária eficaz. Tal tarefa passa pelo redesenho dos objetivos e variáveis da política monetária e pela estruturação de uma política de controle inflacionário que ataque efetivamente as causas da inflação. Em outras palavras, o primeiro passo necessário para restaurar a ligação entre a política monetária e o desenvolvimento econômico no Brasil não é a desobstrução dos canais de transmissão, mas a revogação do Decreto nº 3.088/99.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO DA INGLATERRA. *The transmission mechanism of monetary policy*. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/monetary/montrans.pdf>. 2014.
- BARBOZA, R.M. *Mecanismos de Transmissão da Política Monetária e Nível da Taxa de Juros no Brasil: existe relação?* Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia, 2012.
- BERNANKE, B. S.; LAUBACH, T.; MISHKIN, F.S. E POSEN, A.S. *Inflation targeting: lessons from the international experience*. Princeton, Princeton University Press, 1999.
- CARVALHO, F.J.C. *Uma Contribuição ao Debate em torno da Eficácia da Política Monetária e Algumas Implicações para o Caso do Brasil*. Revista de Economia Política, vol. 25, no 4 (100), pp. 323-336 outubro-dezembro/2005.
- CARVALHO, F.J.C. [et.al.]. *Economia Monetária Financeira: teoria e política*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007 – 9ª impressão.
- DAVIDSON, P. *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Cheltenham: Edward Elgar. 1994.
- LUPORINI, V. E ALVES, J. *Investimento privado: uma análise empírica para o Brasil*. Economia e Sociedade, Campinas, v. 19, n. 3 (40), p. 449-475, dez. 2010.
- MISHKIN, F. *The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy*. National Bureau of Economic Research, February 1996.
- \_\_\_\_\_. *The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy*. National Bureau of Economic Research, December 2001.
- MISHKIN, F. E POSEN, A.S. *Inflation targeting: lesson from four countries*. Economic Policy Review ,v.3(3), p.9-110. Nova York, Federal Reserve New York, 1997
- MODENESI, A.M. *Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real*. Barueri: Manole, 2005.

MODENESI, A.M. ALVES, C.C.P., e MONTANI MARTINS, N.. *Mecanismo de transmissão da política monetária: a importância dos fatores microeconômicos*. OIKOS, Rio de Janeiro, Vol. 11, n° 2, 2012.

MODENESI, A.M. E ARAÚJO, E.C. *Price stability under Inflation Targeting in Brazil: na empirical analysis of the monetary policy transmission mechanism based on a VAR model (2000-2008)*. IE-UFRJ Discussion paper 003. 2012.

MODENESI, A.M. e MODENESI, R.L. *Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa*. Revista de Economia Política, vol. 32 n° 3 (128), pp. 389-411, julho-setembro/2012.

MODIGLIANI, F. *Monetary Policy and Consumption*. in Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages, Boston: Federal Reserve Bank Boston, p. 9-84, 1971.

MOHANTY, M. S. and TURNER, P. *Monetary policy transmission in emerging market economies: what is new?* BIS Papers N° 35. 2008.

PERSSON, T. E TABELLINI, G. (eds.) Introduction. In: *Monetary and fiscal policy, v. 1 – Credibility*. Cambridge (Mass), MIT Press, 1994

SICSÚ, J. *Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana*. Revista Análise Econômica, ano 21, n. 39, 2003.

TOBIN, J. *Policies for prosperity*. Sussex, Wheatsheaf Books, 1987.

WEINTRAUB, S. *Classical Keynesianism Monetary Theory and Price Level*, Connecticut: Greenwood Press, 1961.