

**16º Prêmio Paraná de Economia**  
2006

ANÁLISE COMPARATIVA DA GOVERNANÇA DA POLÍTICA MONETÁRIA  
NO BRASIL, REINO UNIDO E ESTADOS UNIDOS

1º Lugar

Categoria Pura e Aplicada

Autora: Viviane Kettermann Paes

Orientador: Marcelo Oliveira Passos

IES: Faculdades Integradas do Brasil - UNIBRASIL

**ANÁLISE COMPARATIVA DA GOVERNANÇA DA POLÍTICA  
MONETÁRIA DO BRASIL, REINO UNIDO E ESTADOS UNIDOS**

Monografia apresentada como requisito  
parcial para obtenção do Título de  
Bacharel em Ciências Econômicas.

**CURITIBA  
NOVEMBRO 2005**

Este trabalho é dedicado especialmente aos meus queridos: pessoas que acreditaram neste dia.

Agradeço,

A Deus, por todas as coisas.

A família e amigos, pela paciência e compreensão.

Aos mestres, pelo auxílio e dedicação.

“Tudo quanto fizerdes, fazei-o de todo coração, como para o Senhor, e não para homens.”

*Colossenses 3:23*

## RESUMO

As autoridades monetárias constituídas nos Bancos Centrais dos diversos países recebem várias influências quanto à condução da política monetária. Além de influências governamentais e políticas, os objetivos e decisões dos Bancos Centrais estão ligados a várias correntes teóricas. Influências monetaristas levam a uma menor preocupação com variáveis como emprego e crescimento econômico do que se houver uma influência keynesiana na condução da política monetária. Além disso, os dirigentes da política monetária devem considerar os efeitos de suas decisões sobre a oferta agregada e como os objetivos perseguidos e a governança da política monetária podem afetar os setores produtivos da economia. Tais instituições, como os Bancos Centrais, são criadas para garantir a estabilidade e segurança do mercado financeiro, criando regras e políticas capazes de organizar as relações entre os agentes econômicos. Considera-se eficaz a instituição, nesse caso refere-se aos Bancos Centrais, que consegue aproximar os benefícios privados dos benefícios sociais gerados na economia. Cabe a tal instituição moldar as escolhas dos agentes econômicos, e por isso, torna-se necessária uma crescente interação dos agentes econômicos com a autoridade monetária, a fim de que esta consiga perceber as necessidades da economia, alterar suas decisões em prol de tais necessidades e gerar um bom desempenho econômico. Em função do exposto, torna-se necessário verificar a eficácia da governança da política monetária brasileira. A partir de uma análise comparativa da governança da política monetária no Brasil, em relação aos Estados Unidos e ao Reino Unido verificam-se aspectos relevantes. O Brasil e o Reino Unido adotam o sistema de metas de inflação para a condução da política monetária visando obter vantagens como maior transparência na condução da política monetária, o que acarreta em um aumento de credibilidade dos agentes. Isso implica, entretanto, na necessidade de uma maior e mais eficiente rede de informações entre a autoridade monetária e os agentes econômicos, porque é necessário manter as expectativas inflacionárias baixas para que tal política econômica atinja sucesso. Verifica-se, contudo, que há uma disparidade no desempenho econômico do Brasil em relação ao Reino Unido e que isso se deve à estrutura das referidas autoridades monetárias. Neste contexto é valiosa a adição de um exemplo de governança da política monetária eficaz, como é o caso do Banco Central dos Estados Unidos. Além de ser um Banco Central independente das vontades políticas governamentais, sua estrutura permite a inclusão dos agentes econômicos, mesmo que indiretamente, na governança da política monetária. No caso do Brasil, verifica-se que é necessário incluir mais as

preferências dos agentes econômicos no sentido de que sejam considerados os limites suportáveis dos efeitos do combate à inflação. A partir de tal análise comparativa, tornam-se evidentes as necessidades de alterações na governança da política monetária no caso do Brasil, para que esta possa se tornar eficiente e levar a um desempenho econômico positivo.

Palavras-chave: política monetária, governança, eficácia.

## SUMÁRIO

<b>RESUMO.....</b>	<b>VI</b>
<b>LISTA DE ILUSTRAÇÕES.....</b>	<b>X</b>
<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>11</b>
<b>1. A POLÍTICA MONETÁRIA SOB DIFERENTES CORRENTES TEÓRICAS.....</b>	<b>13</b>
1.1. CONSIDERAÇÕES MONETARISTAS E KEYNESIANAS A RESPEITO DA POLÍTICA MONETÁRIA.....	13
1.2. CONSIDERAÇÕES A RESPEITO DA POLÍTICA MONETÁRIA VISTA A PARTIR DA OFERTA E DEMANDA POR CRÉDITO.....	21
1.3. A NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL E SUA RELAÇÃO COM EFICIÊNCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA.....	26
<b>2. A PRÁTICA DA POLÍTICA MONETÁRIA.....</b>	<b>31</b>
2.1. OS OBJETIVOS DEFINIDOS PELOS BANCOS CENTRAIS PARA A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA.....	31
2.2. OS INDICADORES DA POLÍTICA MONETÁRIA: AS METAS INTERMEDIÁRIAS.....	34
2.2.1. A Utilização de Metas Monetárias na Política Monetária.....	35
2.2.2. A Utilização de Metas de Taxas de Juros para Condução da Política Monetária.....	36
2.2.3. A Condução da Política Monetária Via Metas de Inflação.....	37
2.3. A REALIZAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA: AS METAS OPERACIONAIS.....	41
2.4. A EXECUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA ATRAVÉS DOS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETÁRIA.....	43

<b>3. A ESTRUTURA DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS E A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA.....</b>	<b>48</b>
3.1.O BANCO CENTRAL DO BRASIL.....	49
3.2.O BANCO CENTRAL DOS ESTADOS UNIDOS.....	53
3.3.O BANCO CENTRAL DO REINO UNIDO.....	61
<b>4. ANÁLISE COMPARATIVA DA CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA.....</b>	<b>65</b>
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>74</b>

## **LISTA DE ILUSTRAÇÕES**

FIGURA 01 – IMPACTOS DA POLÍTICA MONETÁRIA SOBRE A DEMANDA E OFERTA AGREGADAS.....	25
FIGURA 02 – ESTRUTURA GERAL DA ABORDAGEM DE NORTH.....	29

## INTRODUÇÃO

Alterar a política monetária envolve administrar desejos, conflitos e expectativas. A sociedade brasileira deseja a manutenção da estabilidade de preços, mas quer o crescimento econômico sustentável. Esse impasse leva a uma necessidade de análise da gestão da política monetária: sua institucionalidade e sua eficácia.

O problema apresentado no presente estudo refere-se ao poder delegado aos Bancos Centrais através da governança da política monetária e a estrutura das autoridades monetárias. Os Bancos Centrais possuem em suas mãos a capacidade de oscilar variáveis econômicas como o emprego, preços, renda, etc, através dos instrumentos da Política Monetária. O Conselho Monetário Nacional (CMN) possui representatividade tal, sendo capaz de gerir o sistema financeiro e conduzir as expectativas da economia brasileira. Entretanto, os objetivos das políticas monetárias são, na grande maioria, alterações para o controle da inflação. Nesse contexto, no que consiste uma alteração na política monetária brasileira, em uma análise comparativa com as políticas monetárias britânica e americanas, no que diz respeito ao combate à inflação e ao crescimento econômico?

Para que tal comparação possa ser realizada, faz-se necessário um diagnóstico das instituições da atual governança da Política Monetária do Brasil, em comparação com a do Reino Unido e a dos Estados Unidos. Esse processo consiste em identificar as semelhanças e diferenças entre as estruturas das autoridades monetárias formuladoras das políticas monetárias adotadas pela Inglaterra, Estados Unidos e Brasil e sua coerência com seus objetivos de produto, emprego e taxa de inflação. Através de uma revisão da literatura sobre a política monetária, são verificadas várias correntes teóricas que influenciam a institucionalidade e a governança da política monetária. Além disso, faz-se necessária uma comparação dos objetivos inflacionários dos três países às formas de atuação dos respectivos Bancos Centrais. Desta forma será possível avaliar a eficácia da política monetária no combate à inflação e na promoção do

crescimento econômico, em comparação com os outros dois países, considerando-se a atual estrutura e gestão das instituições monetárias.

A influência que a Política Monetária exerce sobre os agentes econômicos torna-a um objeto de estudo constante. Um tópico de estudos atual é a discussão sobre o papel do Banco Central. Sabe-se que os Bancos Centrais possuem ao seu alcance a política monetária como meio de gestão macroeconômica. Por isso é necessário estudar seus objetivos. Na atual conjuntura, há um consenso mundial de objetivar a estabilidade de preços, pois se acredita que somente garantindo a estabilidade de preços é possível gerar crescimento do produto. Não é possível gerar crescimento sustentável com inflação, assim, o estudo das consequências das alterações da política monetária é de grande contribuição às Ciências Econômicas e aos seus estudiosos.

Além disso, exercer comparações entre casos distintos é uma forma de chegar a novas conclusões. É esse o motivo da escolha do estudo da política monetária da Inglaterra (que também adota o sistema de metas de inflação), do Brasil (onde o Comitê de política Monetária – COPOM, atua a partir de uma avaliação de tendência futura de inflação) e dos Estados Unidos (que dispensou o sistema de metas de inflação devido à credibilidade alcançada pelo Federal Reserve).

Visando uma maior credibilidade da pesquisa, na abordagem será adotado método histórico comparativo para análise de hipóteses já existentes na bibliografia sobre o tema. Não se descarta a utilização do método dedutivo em comparações bibliográficas.

As técnicas adotadas na pesquisa consistem em pesquisa documental, principalmente de fontes seguras e respeitadas internacionalmente, como por exemplo, documentos dos próprios Bancos Centrais. Fez-se necessária, também, a utilização de pesquisa bibliográfica para análise teórica da pesquisa documental. As pesquisas comparativas em torno da política monetária dos três países selecionados: Brasil, Estados Unidos e Reino Unido consistem em analisar a atual estrutura de governança da política monetária dos países-objeto.

## 1. A POLÍTICA MONETÁRIA SOB DIFERENTES CORRENTES TEÓRICAS

### 1.1 CONSIDERAÇÕES MONETARISTAS E KEYNESIANAS A RESPEITO DA POLÍTICA MONETÁRIA

A escolha entre inflação e crescimento econômico para o sistema financeiro está relacionada indiretamente a uma série de medidas que podem ou não ser tomadas pelos gestores das políticas monetárias de uma nação. Os procedimentos a serem adotados pelos Bancos Centrais a fim de alcançar seus objetivos devem levar sempre em conta que “o Banco Central deve impedir que a demanda cresça depressa demais, o que resulta em inflação, ou devagar demais, o que resulta em desemprego alto e crescimento econômico lento” (FROYEN, 1999, p.513).

É importante identificar a eficácia e operacionalidade da política monetária. A definição dos objetivos finais dos Bancos Centrais varia de acordo com a teoria monetária considerada mais coerente:

A definição dos objetivos finais para a política monetária é um tema particularmente controverso da teoria monetária, envolvendo discussões diversas, como a existência (ou não) de um *trade-off* manipulável entre inflação e desemprego – ou seja, de uma relação inversa, estável e instrumentalizável entre nível de desemprego e inflação (a conhecida Curva de Phillips<sup>1</sup>), como defendem os economistas keynesianos convencionais ou, ainda, da validade da idéia da *taxa natural de desemprego* (definida por fatores reais, como a eficácia do mercado de trabalho, nível de concorrência do mercado, obstáculos / incentivos ao trabalho, etc.) como querem os monetaristas.(...) Em outras palavras, o que está em jogo é saber o que a política monetária é capaz ou não de fazer, ou seja, o ativismo ou o não ativismo da política monetária (CARVALHO, 2000, p. 119).

---

<sup>1</sup> Em 1958, o economista A.W.Phillips publicou um artigo no jornal britânico *Economica* que o tornaria famoso. O artigo era intitulado “A Relação entre o Desemprego e a Taxa de Variação dos Salários no Reino Unido, 1861-1957”. Nele, Phillips mostrava a existência de uma correlação negativa entre a taxa de desemprego e a taxa de inflação. Ou seja, Phillips provou que anos com baixo desemprego tendem a apresentar inflação elevada e anos com desemprego elevado tendem a apresentar baixa inflação (...). Phillips concluiu que duas importantes variáveis macroeconômicas – inflação e desemprego – estavam ligadas de uma maneira que não havia sido percebido anteriormente pelos economistas (MANKIW, 2005, p. 485).

Atrelado a esse fato, o modelo IS-LM<sup>2</sup> caracteriza, em conceitos gerais, os limites possíveis às políticas fiscal e monetária. Sua contribuição, pelo lado da teoria clássica, traz a possibilidade de restaurar o pleno emprego devido à flexibilidade dos preços e salários, e, além disso, o lado da teoria keynesiana, mostra uma economia em equilíbrio que pode sofrer alterações de curto prazo, flutuações que se devem à rigidez de preços e salários. Destaca-se que a gestão da política monetária pode levar uma economia do pleno emprego ao subemprego.

O modelo IS-LM apresenta o limite da política fiscal, quando o investimento se torna inelástico para a taxa de juros, ou seja, as variações nas taxas de juros não afetam mais o produto (nesse caso a curva IS é vertical) assim como o limite para a política monetária, na armadilha de liquidez descrita por Keynes: a preferência pela liquidez não permite que a taxa de juros aumente, seja qual for o nível de produto.

Bernier (2001, p. 14) considera que as duas políticas, fiscal e monetária, devem sempre ser conduzidas conjuntamente para facilitar o crescimento, visando que a variação da taxa de juros para baixo possa gerar mais investimento do que consumo, neste caso, a política fiscal mais expansionista e a monetária mais restritiva.

Verificam-se as divergências entre clássicos e keynesianos a respeito da teoria IS-LM quanto à rigidez ou não dos preços e salários. Os keynesianos que descreveram IS-LM demonstravam-no com salários e preços rígidos, a não ser quando ocorre o efeito Pigou<sup>3</sup>. Os clássicos complementam o modelo afirmando que os preços e salários não são rígidos, mas que ajustam lentamente ao longo do tempo, permitindo resolver o problema do subemprego.

---

<sup>2</sup> Conforme descrito por Bernier (2001, p. 11-16): o modelo IS-LM criado por J. Hicks entre 1950 e 1970, com contribuições de F. Modigliani, A. Hansen, P. Samuelson, R. Solow e J. Tobin procura integrar aspectos keynesianos e teorias de inspiração clássicas. A curva IS representa o equilíbrio no mercado de bens e indica as combinações do produto e da taxa de juros compatíveis com a igualdade entre investimento (I) e poupança (S) e reflete o efeito de uma variação da taxa de juros no investimento. A curva LM representa o equilíbrio no mercado monetário, decorrente da teoria keynesiana de preferência pela liquidez.

<sup>3</sup> O efeito Pigou sugere que uma baixa nos preços aumenta a riqueza real, ou seja, as famílias aumentam o estoque de moeda ou títulos. O consumo é afetado pelo aumento da riqueza e há um aumento na procura por bens, sendo possível desta forma restaurar o pleno emprego.

Em razão disso, podem existir objetivos diferenciados para os diversos Bancos Centrais mundiais. Ainda, sendo o Banco Central independente, pode não haver correlação teórica entre o Estado e o dirigente do BC. Daí cabe à nação a escolha entre dependência ou independência do Banco Central, visto que o último terá em mãos instrumentos que poderão afetar variáveis sensíveis à população, como renda e emprego:

É difícil encontrar um Banco Central que seja completamente autônomo ou cuja política monetária seja conduzida em situação apolítica, principalmente quando o presidente do Banco Central vem a ser indicado no meio do mandato de um presidente da República (FROYEN, 1999, p.511).

Ainda sobre a política monetária, Fortuna (2002, p.47) descreve: “Ela pode ser definida como o controle da oferta de moeda e das taxas de juros que garantam a liquidez ideal de cada momento econômico”. Esse conceito gera controvérsias entre monetaristas e keynesianos. Para os monetaristas, a taxa de juros não está tão vinculada à oferta de moeda como para os keynesianos. Os monetaristas seguem a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) e analisam a questão com uma visão um tanto quanto mais simplista, conforme descreve Carvalho (2000, p. 86-87):

Uma vez que a demanda por moeda é uma função estável de um certo número de variáveis, alterações na oferta de moeda terão um impacto significativo, mas previsível sobre o comportamento dos agentes, mesmo que exista algum movimento de compensação na velocidade de circulação da moeda. O estoque de moeda é visto como estando sob controle do governo e, assim, a oferta de moeda é determinada exclusivamente pelas autoridades monetárias. Logo, a demanda por moeda deve mudar quando a oferta de moeda for alterada pelas autoridades monetárias. Como o efeito substituição entre a moeda e outros ativos é tido pelos monetaristas como pequeno, ou seja, a elasticidade da demanda por moeda à taxa de juros é baixa, é o nível de renda que se deve alterar para colocar a demanda por moeda em linha com uma oferta de moeda maior.

De acordo com Costa (1999, p.175), essa visão monetarista tem principal fundamento nos princípios analisados por Milton Friedman e Edmund Phelps, autores que não acreditam na possibilidade da autoridade monetária alterar variáveis reais (como renda real, taxa de desemprego, por exemplo), utilizando instrumentos que alteram variáveis nominais (como a taxa de juros):

O efeito real da política monetária expansionista ocorre, segundo Friedman, somente enquanto houver “ilusão monetária” – imperfeições no canal de informações que possibilitam enganos quanto ao futuro, devido à defasagem de percepção entre os agentes econômicos sobre as variações de preços relativos e as do nível geral de preços, e/ou as variações nominais e reais (COSTA, 1999, p. 175).

Friedman defende a quantidade de moeda como indicador para avaliação dos resultados das políticas monetárias, porque “a defasagem temporal e a magnitude do efeito são muito mais favoráveis (...); logo, a evolução de um agregado monetário é o melhor guia para a política monetária” (COSTA, 1999, p. 176).

Friedman não considera o estado do emprego como um bom indicador para a análise dos resultados da política monetária, porque não se pode ter certeza de qual é a taxa natural de desemprego ou de juros devido à sua instabilidade dinâmica. A taxa de inflação, da mesma forma, não é um bom indicador, porque as ligações entre as ações da autoridade monetária e a inflação são indiretas; e a taxa de câmbio também não é considerada um bom indicador, já que a coordenação das políticas macroeconômicas não parte do Banco Central (normalmente). A discussão teórica entre monetaristas e keynesianos parte da negação dos monetaristas à curva de Phillips no longo prazo, conforme Mankiw (2005, p. 490), Friedman assim descreveu a curva de Phillips no longo prazo:

A autoridade monetária controla quantidades nominais – diretamente, a quantidade de suas obrigações [moeda mais reservas bancárias]. Em princípio, pode usar esse controle para fixar uma quantidade nominal – a taxa de câmbio, o nível de preços, o nível nominal de renda nacional, a quantidade de dinheiro sob qualquer definição – ou a variação de uma quantidade nominal – a taxa de inflação ou deflação, a taxa de

crescimento da quantidade de moeda. Não pode usar seu controle sobre as quantidades nominais para fixar uma quantidade real – a taxa de juros real, a taxa de desemprego, o nível de renda nacional real, a quantidade real de moeda, a taxa de crescimento da renda nacional real ou a taxa de crescimento da quantidade real de moeda.

Costa (1999, p. 176) opina que Friedman considera que os Bancos Centrais não devem responder a todas as variações de mercado, porque isso gera um crescimento monetário aleatório e demonstra instabilidade no Sistema Financeiro; e com relação à taxa de juros nominal, principal fonte de discussões, os monetaristas consideram que não se devem avaliar os efeitos das políticas monetárias por esse indicador.

Ainda, de acordo com o referido autor, com relação ao controle da inflação, os monetaristas acreditam que o que a política monetária deve fazer é ajustar a velocidade de crescimento do agregado monetário, quando a inflação decorre de outras causas, como de um aumento do déficit público, por exemplo. A política monetária deve ser a mais estável possível, afim de não perturbar o funcionamento das forças de mercado (oferta x demanda).

Nesse caso, um dirigente monetarista do Banco Central, não dará tanta atenção à taxa de juros, e sim ao nível de renda nacional e ao nível de circulação da moeda capaz de equilibrar demanda e oferta de moeda; a política monetária atinge um caráter recessivo, já que a inflação é reduzida pela redução da oferta monetária. Além disso, para que essa política não assuma um aspecto ainda mais recessivo, será necessário que os agentes que fixam preços e salários mudem de comportamento. Friedman e Phelps acreditam que tais agentes – como sindicatos, associações e cooperativas, por exemplo – podem alterar as relações entre inflação, crescimento e desemprego, muito mais do que a política monetária.

Para os keynesianos, entretanto, a taxa de juros exerce um papel de extrema relevância na política monetária e, por ser facilmente variável deve ser controlada para equilibrar o nível de oferta e demanda de moeda.

Entre essas diferenças entre monetaristas e keynesianos, Carvalho (2000, p.93-94) destaca inclusive o conceito de taxa de juros:

Os keynesianos consideram uma mudança na quantidade de moeda como afetando em primeira instância a taxa de juros, identificando essa última como uma taxa de mercado sobre uma classe estreita de obrigações financeiras, e consideram o gasto como afetado somente “indiretamente”, uma vez que a nova taxa de juros altera a lucratividade e, assim, o gasto em investimentos reais, que através do multiplicador afeta, por sua vez, o gasto total (...). Há divergências quanto ao papel da taxa de juros na função demanda por moeda: enquanto keynesianos criticam a TQM dizendo que mudanças na oferta de moeda e na velocidade de circulação (demanda por moeda) não são independentes e que a mudança na oferta leva a uma alteração na quantidade de moeda demandada, como resultados de mudanças nas taxas de juros, quantitativistas em geral não enfatizam o papel da taxa de juros e consideram-na como tendo um pequeno papel na função demanda por moeda.

As discussões entre monetaristas e keynesianos seguem além da escolha entre agregados monetários ou taxa de juros nominais. Essa discussão a respeito da taxa de juros influencia diretamente a escolha dos objetivos dos Bancos Centrais. Atualmente, a maioria dos Bancos Centrais procura agir de maneira a alcançar a estabilidade de preços, no entanto, a forma de utilização dos instrumentos da política monetária será diferenciada de acordo com a teoria considerada pelos dirigentes do Banco Central. Além disso, os Bancos Centrais não podem desconsiderar os interesses gerais da nação, já que a política monetária influencia diretamente em interesses como emprego, crescimento econômico, estabilidade da taxa de câmbio, entre outros. Por esses motivos, a corrente pós-keynesiana defende a adoção de uma política monetário-creditícia discricionária, porque “há limites na política monetária que é conduzida através de regra. O principal obstáculo é político. Não se pode falar de uma política tecnicamente viável se ela não é politicamente sustentável” (COSTA, 1999, p. 179).

Os pós-keynesianos defendem que a política monetária seja conduzida conjuntamente a uma política de rendas, ou seja, que os Bancos Centrais não se preocupem somente com as variáveis monetárias que podem afetar (como inflação, por exemplo), mas sim, com um conjunto de fatores que sofrerão

alterações caso os instrumentos da política monetária sejam alterados (como rendas, emprego, etc).

Além disso, devido às práticas monetárias e financeiras internacionais que influenciam o mercado financeiro nacional e às variações macroeconômicas nacionais, atualmente não se pode imaginar um Banco Central que não se comprometa a formular estratégias que coordenem as atividades macroeconômicas e monetárias. Os pós-keynesianos acreditam que a política econômica deve abranger estes pontos, como descreve Costa (1999, p. 181):

Os pós-keynesianos alertam para a necessidade de uma política econômica abrangente. A coordenação através de políticas de renda, numa economia em que de cisões de formação de preços são descentralizados, pode ter menor custo social, para reverter à memória inflacionária. (...). As autoridades monetárias não devem, nem podem, escapar da responsabilidade por resultados macroeconômicos reais. Uma razão é política: bancos centrais não podem desprezar objetivos altamente valorizados pelas sociedades às quais servem. Outra razão é econômica: a dicotomia entre as operações políticas com fins reais e as com fins nominais, cujos instrumentos monetários são classificados como puramente nominais não é válida teórica ou empiricamente, ao contrário do que, como vimos afirma Friedman: “a política monetária não pode fixar variáveis reais como desemprego e taxas de juros reais e não deveria tentar”. (...), mas a fixação permanente do desemprego é uma coisa, ter em conta o estado do mercado de trabalho é completamente outra: tentar baixar o desemprego em algumas circunstâncias e elevar em outras, não é fixar. Os bancos centrais não podem esperar vida fácil administrando regras mecânicas, independentemente das condições vigentes e prospectivas.

Há ainda uma discussão sobre o custo social que se pode acarretar a busca pela “inflação zero”. Os keynesianos acreditam que o custo com desemprego e capacidade ociosa gerada na economia com o objetivo de se alcançar à inflação zero (ou próxima disso) é muito mais elevado do que permanecer algum período com inflação. Verifica-se que a busca pela inflação zero acaba acarretando em desemprego no longo prazo, devido à inflexibilidade dos salários reais.

Seguindo as premissas dos monetaristas Friedman e Phelps, outro grupo de teóricos chamados: novo-clássicos, consideram muito importante acrescentar à teoria a relação entre o Banco Central e o público; é a chamada condução da

política monetária com credibilidade. Segundo o modelo novo-clássico, a política monetária só consegue atingir um efeito real se tomar os agentes de surpresa. A política monetário-discriscionária de ativismo de demanda teria sucesso contra o desemprego somente no curto prazo, pois os agentes reagiriam a ela e a situação retornaria ao que era antes da adoção da política. A política monetária estável não interfere nas condições de equilíbrio como a taxa natural de desemprego (COSTA, 1999, p. 182).

Na visão dos novo-clássicos, os condutores da política monetária só conseguirão alcançar seus objetivos se considerarem as expectativas inflacionárias do público. Tais expectativas são formadas com base na avaliação de credibilidade do público a respeito do Banco Central. Para os novo-clássicos, o público só terá credibilidade na política adotada se verificar na prática seus resultados. Se acaso o público verificar que as políticas adotadas não são compatíveis com os objetivos anunciados anteriormente, o Banco Central perderá a credibilidade.

É importante destacar, nessa abordagem novo-clássica que, a escolha dos objetivos da autoridade monetária (Banco Central) deve atender os interesses do governo sem descartar o setor privado, sob a consequência da não eficiência da política a ser adotada. Poderá ocorrer, nesse caso, um “jogo” de influências entre os defensores do crescimento econômico e os defensores do combate à inflação. Se não há clareza quanto às “regras do jogo” ou se parte dos agentes não é atendida (ou setor público ou setor privado), resta que a política monetária adotada pelo Banco Central perde credibilidade por não atender às expectativas de mercado.

Desta forma, verifica-se que, todas as teorias monetárias se preocupam em direcionar a política monetária de alguma forma, ou no sentido de controlar as pressões inflacionárias, ou no sentido de gerar crescimento econômico, elevando os níveis de emprego e renda. Independentemente da teoria monetária a ser seguida, o Banco Central precisa tomar uma posição frente a esse *trade-off*: realizar políticas monetárias para o controle da inflação ou para crescimento

econômico. A análise da política ótima, segundo Walsh (2003) “pressupõe que o Banco Central objetiva atingir a otimalidade, dadas suas funções-objetivo e as restrições impostas em suas escolhas”.

## 1.2 CONSIDERAÇÕES A RESPEITO DA POLÍTICA MONETÁRIA VISTA A PARTIR DA OFERTA E DEMANDA POR CRÉDITO.

É importante destacar que a política monetária afeta tanto o lado da demanda como o lado da oferta, quando se considera o efeito que o crédito gera na economia. O impacto sobre o crédito verifica-se quando, por exemplo, há restrições ao crédito (como taxas de juros altas). Neste caso é o impacto sobre a oferta que acarretará em efeitos distributivos ao restante da economia, resultado da rede de interligações de crédito, iniciada pelo sistema bancário. Desta forma, a política monetária produz impactos sobre a demanda agregada e sobre a oferta agregada, já que estas estão interligadas.

Stiglitz e Greenwald (2004, p.230) verificam que é a oferta de crédito pelos bancos que inicia o processo de redução ou elevação das taxas de juros da economia:

A teoria do equilíbrio geral nos ensina que todos os mercados estão inter-relacionados. A menor disponibilidade de empréstimos significa que alguns empresários não conseguirão obter o capital que gostariam. Eles são forçados a reduzir sua escala de operações ou a aumentar o montante de autofinanciamento (ou ambos). Se um número significativo de empresas aumentar o nível de autofinanciamento, haverá uma demanda reduzida por títulos públicos de curto prazo das famílias (empresários). Para que a demanda e a oferta de títulos públicos de curto prazo se equilibrem, seu preço precisa cair, ao que significa que a taxa de juros sobre os títulos tem que aumentar. (...) Não foi a taxa de juros aumentada dos títulos públicos de curto prazo que levou a uma contração da economia; nem mesmo que um aumento da taxa de juros dos títulos de curto prazo que tenha induzido os bancos a emprestar menos. Foi o nível reduzido de empréstimos pelos bancos que reduziu a demanda por títulos públicos de curto prazo e levou a um aumento em sua taxa dos próprios títulos públicos.

Segundo a política monetária tradicional, verificam-se os impactos da política monetária sobre a demanda agregada realizadas pela variação das taxas de

juros através da variação que esta causa sobre os investimentos. Segundo Stiglitz e Greenwald, a variação das taxas de juros afeta apenas parcialmente os investimentos. Neste caso, os investimentos são mais afetados pela disponibilidade de crédito na economia. “Mesmo que não haja racionamento de crédito, o *spread* pode variar, de forma que os impactos sobre as tomadas de empréstimos, (...), podem ser maiores do que poderíamos esperar pela variação apenas de títulos públicos de curto prazo” (STIGLITZ E GREENWALD, 2004, p. 247).

Ao contrário da teoria tradicional de política monetária, que analisa os impactos da política monetária na demanda agregada, Stiglitz e Greenwald (2004, p. 249) propõem que se devem considerar os efeitos que a política monetária acarretam na oferta agregada. Isto porque os efeitos da variação das taxas de juros serão percebidos pelas empresas, que alterarão sua forma de produção alterando, conseqüentemente, outras variáveis como o nível de emprego, por exemplo: quando as empresas não conseguem obter o crédito que necessitam para financiar o aumento da produção, ou para manter o nível atual de produção, conseqüentemente o nível de produto e de emprego cairá. Por esse motivo, as alterações econômicas são percebidas, em primeira instância, pelo setor produtivo, e por isso, devem-se verificar as flutuações de mercado, no primeiro momento, pelo lado da oferta.

Verificar os efeitos da política monetária sob a ótica das empresas torna-se vital à medida que se verifica que são elas que vão alterar os índices de investimento e emprego efetivamente. Stiglitz e Greenwald (2004, p. 250-251) destacam, desta forma, que taxas de juros elevadas têm efeitos negativos sobre as empresas em vários aspectos. “Taxas de juros mais altas têm efeitos adversos sobre o fluxo de caixa das empresas, aumentando implicitamente a probabilidade de falência”. Outro aspecto está relacionado à expectativa de duração da alta dos juros.

Se houver incerteza quanto ao período de tempo em que as taxas de juros permanecerão altas, e se não houver uma data fixa para sua

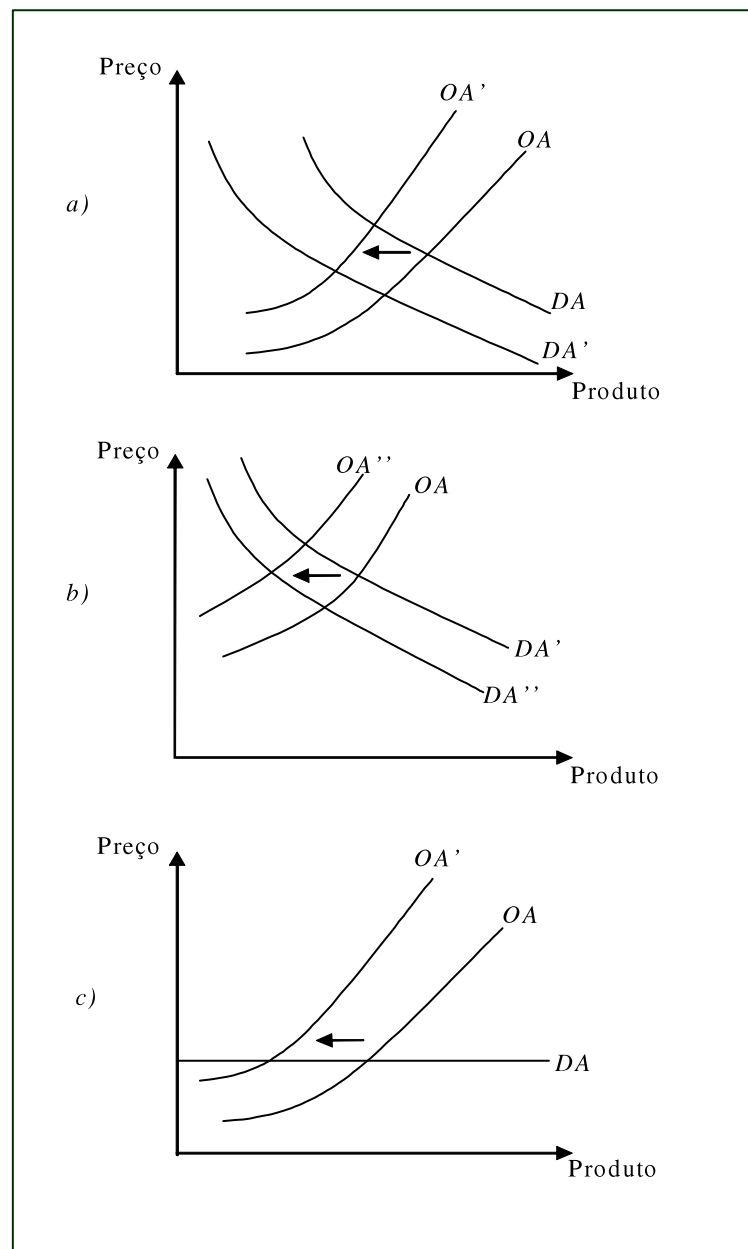
reversão, se o mercado acreditar que a reversão da taxa de juros alta seguirá um processo de Poisson, então, não só o impacto inicial será grande, como os efeitos riqueza se tornarão maiores com o passar do tempo. (Com um processo de Poisson, a duração futura esperada, dado que a política de juros altos esteja em vigor hoje, é a mesma de quando a política foi inicialmente anunciada).

Desta forma, se não houver um período claro em relação à continuidade da alta dos juros, a redução da produção se dará por um período muito mais prolongado do que se houver um período pré-definido. Os impactos das variações nas taxas de juros fora do período em que elas foram impostas não só são persistentes, como se reforçam mutuamente. A partir do momento em que o empresário puder verificar (ou formar expectativas) que a riqueza da firma será corroída no futuro pelas altas taxas de juros, diminuirá a produção e a disposição a correr riscos hoje. Depois que as taxas de juros forem elevadas e o patrimônio líquido da firma tiver sido corroído, os efeitos são persistentes durante até muito tempo depois de as taxas de juros terem caído aos níveis normais. As empresas sabem que há efeitos adversos tanto diretamente (por meio de pagamentos maiores aos credores) como indiretamente (pelo nível de produção reduzido resultante) e, em consequência, um menor nível esperado de lucros.

Essa questão reflete-se também nos salários reais. A teoria neoclássica tradicional propõe que em períodos de recessão os salários reais diminuem, e assim que a economia se estabiliza novamente, o salário real deve aumentar em função do aumento de produção. Stiglitz e Greenwald percebem, contudo, que devido à concorrência imperfeita, as empresas baixam os preços dos produtos em períodos de crescimento para atrair novos clientes; e, em caso de aumento da taxa de juros, as empresas elevam os preços a fim de cobrir o risco que a elevação das taxas de juros gera sobre seu patrimônio, o que faz com os salários reais caiam em relação às produtividades marginais. As relações entre demanda agregada e oferta agregada podem ser visualizadas no esquema da Figura 1. No período *a*) verifica-se a atuação de uma política monetária restritiva que impacta o produto negativamente. “Mas seu efeito sobre o nível de preços (ou a inflação) é mais

ambíguo, dependendo da força relativa dos efeitos sobre a demanda e a oferta agregadas” (STIGLITZ E GREENWALD, 2004, p. 257).

**FIGURA 01: IMPACTOS DA POLÍTICA MONETÁRIA SOBRE A DEMANDA E OFERTA AGREGADAS**



FONTE: STIGLITZ E GREENWALD (2004, p.256)

No momento *b)* surgem os efeitos posteriores ao aumento das taxas de juros, quando estas se mantêm elevadas. Taxas de juros elevadas aumentam o risco de falência das empresas. Devido ao aumento das falências a curva de oferta agregada se desloca ainda mais para esquerda, bem como a de demanda agregada, devido à desconfiança dos fornecedores em relação aos pagamentos das empresas. O gráfico *c)* mostra que os impactos da política monetária, em uma pequena economia aberta são sentidos, principalmente, pelos deslocamentos da oferta agregada. “O efeito líquido é uma nova redução no produto, com uma pressuposição mais forte dos efeitos adversos sobre os preços (sobre a inflação; ou seja, o efeito do lado da oferta tende a ser maior do que o efeito do lado da demanda)” (STIGLITZ E GREENWALD, 2004, p. 257).

Verifica-se desta forma, que o crédito têm papel fundamental para a política monetária. Stiglitz e Greenwald (2004, p. 259) descrevem as interligações que o crédito cria dentro da economia:

A política monetária opera diretamente sobre os bancos. Mas seus efeitos podem ser potencializados por meio dos efeitos sobre os produtores / financiadores avessos a risco e com limitações de patrimônio líquido. Uma redução de crédito para uma firma ou um aumento na taxa de juros cobrada afeta a disposição ou habilidade da firma pra disponibilizar crédito a seus clientes. Como seus clientes são adversamente afetados, eles transmitem a contração monetária para seus próprios clientes, e assim o efeito se espalha por toda a economia. Mas os impactos não param por aí. As taxas de juros mais altas cobradas pelos fornecedores implicam maior probabilidade de falência para essas empresas (mesmo quando sua produção está ajustada no ponto ótimo) e isso, por sua vez, leva outros ofertantes de crédito (por exemplo, os bancos) a cortar o crédito a eles concedido. O processo continua até que um novo equilíbrio tenha sido alcançado, com níveis de crédito mais baixos por parte dos credores internos e externos, e um nível mais baixo de atividade econômica.

A política monetária conduzida pelo lado da oferta é uma alternativa que deve reter a atenção dos formuladores de políticas monetárias por trazer efeitos satisfatórios, à medida que consegue estimular a atividade econômica sem manter pressões inflacionárias. Isso porque a expansão do crédito gera efeitos

multiplicadores não só sobre a demanda agregada, mas também sobre a oferta agregada.

É importante destacar a importância da política monetária visto que é um forte instrumento quando canalizado para estabilização de preços. Contudo, há a necessidade de se avaliar com antecedência às políticas de estabilização os efeitos que podem causar à economia como um todo, visto suas relações com outras variáveis que não somente índices de preços, como crescimento, emprego e o próprio nível de atividade da economia.

### 1.3 A NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL E SUA RELAÇÃO COM EFICIÊNCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA.

O modelo da nova economia institucional passou a ser discutido a partir de 1980, sendo seus principais proponentes Douglass C. North e Robert W. Fogel e relaciona questões como a teoria de custos de transação, a escola dos direitos de propriedade e a nova história econômica.

A nova economia institucional procura explicar a razão da crescente disparidade de desempenho econômico entre países desenvolvidos e subdesenvolvidos. Conforme Fustfeld (2001, p. 304), North considerou que a teoria neoclássica de crescimento, segundo a qual as economias nacionais deveriam convergir gradualmente em direção a um mesmo nível de renda, havia se tornado incapaz de explicar a crescente disparidade entre países ricos e pobres. Um dos principais conceitos da teoria apresentada por North é justamente sua percepção de instituição:

Instituições são as regras do jogo em uma sociedade ou, mais formalmente, artifícios projetados pelos homens que dão forma à interação humana. Em consequência, elas estruturam os incentivos que atuam nas trocas humanas, sejam elas políticas, sociais ou econômicas. As mudanças institucionais dão forma à maneira pela qual as sociedades evoluem através do tempo e, assim, constituem-se na chave para a compreensão da mudança histórica.

Sendo assim, North considera que as instituições devem estar prontas para as mudanças necessárias para manter um bom desempenho econômico. O caso de uma instituição econômica como um Banco Central pode se enquadrar na teoria proposta por North, na medida em que influencia a sociedade e dita as “regras do jogo” segundo as quais os agentes econômicos precisarão atuar.

Para que seja eficiente, entretanto, a nova teoria institucional destaca que a instituição, e nesse caso trata-se das autoridades monetárias como Bancos Centrais, deve estar atenta às necessidades de mudanças institucionais direcionadas pelos agentes econômicos, como descreve Fusfeld (2001, p.305) as instituições podem ser restrições formais (leis), informais (culturais) ou ainda adimplemento (dispositivos de aplicação) de contratos de direito de propriedade.

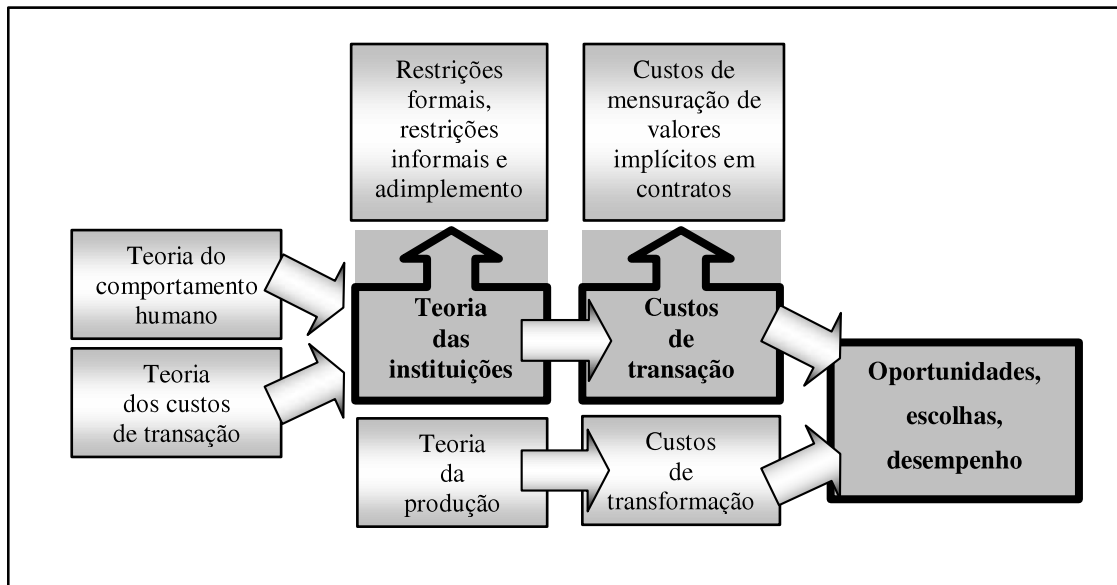
O objetivo das ações das instituições é reduzir a incerteza por meio do estabelecimento de uma estrutura estável, mas que não é necessariamente eficiente, dadas as necessidades de interação humana. Para que a instituição seja eficiente é necessário que ela que aproxime os benefícios privados dos benefícios sociais no conjunto de trocas que ocorrem em uma economia. Por sua vez, os benefícios sociais ou bem estar social são a agregação dos benefícios privados gerados na economia. Fusfeld (2001, p.305) descreve o que North acredita ser o motivo das instituições ineficientes permanecerem ativas: porque a capacidade de distinguir a ineficiência por parte dos agentes econômicas não existe, ou ainda, podem existir compromissos com determinadas posições ideológicas que prejudicam a capacidade de percepção da ineficiência da instituição. No caso de um Banco Central, manter como objetivo principal o controle inflacionário pode ser considerada a adoção de uma posição ideológica que permite obscurecer a visão de eficiência da instituição. A nova economia institucional acredita que deve haver cooperação e coordenação entre os agentes econômicos para que as instituições possam manter uma relação de eficiência com o desempenho econômico.

Outro conceito da nova teoria institucional abordado por Fusfeld (2001, p. 306) é chamado por North de racionalidade procedimental. Para ele, os agentes

não agem de acordo com a racionalidade econômica para maximização de lucros abordada pelos clássicos. North acredita que os agentes procuram adaptar suas escolhas e as tomadas de decisões de acordo com a conjuntura, levando a uma evolução positiva.

A figura 02 permite uma visualização ampla do que sugere a nova teoria institucional, abordada por North. A teoria do comportamento humano, baseada na eficiência adaptativa da racionalidade procedimental, ligada à teoria dos custos de transação, onde os agentes buscam minimizar os custos das negociações, formam a base da teoria das instituições. Esta, por sua vez, procura explicar a natureza e a evolução da estrutura institucional atual vigente.

**FIGURA 02: ESTRUTURA GERAL DA ABORDAGEM DE NORTH**



FONTE: FUSFELD (2001, p. 308)

A estrutura institucional é composta por restrições formais, informais e adimplemento de contratos de propriedade, o que leva aos custos de transação. Estes, por sua vez, compreendem os custos de mensuração de valores que serão envolvidos nas transações econômicas. North associa a teoria às instituições à teoria microeconômica da produção, onde devem ser considerados os custos

decorrentes do processo produtivo – custos de transformação – e que, associados aos custos de transação geram o conjunto de oportunidades da economia.

Os agentes econômicos realizam suas escolhas dentre o conjunto de oportunidades da economia sempre visando maximizar os seus lucros. Nesse momento fica clara a intervenção das instituições. Os agentes econômicos farão suas escolhas de acordo com o arcabouço institucional adotado, desta forma, são as instituições que moldam as escolhas da economia. Desta forma, para que as escolhas sejam eficientes, e conseqüentemente haja um bom desempenho econômico, deve haver uma cooperação ente os agentes econômicos e a instituição a fim de continuar ao processo evolutivo da economia.

Diante disso, quando as relações entre agentes econômicos e instituições não têm se mostrado eficientes, ou seja, não há cooperação entre eles, surge a necessidade de uma mudança institucional a fim de gerar escolhas mais eficientes, conforme destaca Fusfeld (2001, p. 309):

As mudanças institucionais serão sempre incrementais, em decorrência do arraigamento e da persistência das restrições informais como códigos e valores culturais. (...) Transformar uma estrutura institucional ineficiente requer, portanto, o esforço permanente dos agentes econômicos e a atenção aos aspectos formais e informais de seu ambiente de negócios. Uma determinada estrutura institucional pode incentivar tanto atividades produtivas, desencadeando uma trajetória virtuosa de crescimento, quantas atividades improdutivas ou redistributivas, desencadeando, por sua vez, o surgimento de atividades caçadoras-de-renda, ou seja, atividades predatórias, as quais comprometem o desenvolvimento de uma economia.

North ainda verifica que, em países subdesenvolvidos, as estruturas são favoráveis a atividades redistributivas porque diminuem a concorrência e restringem as oportunidades de crescimento econômico, sendo economias suscetíveis a monopólios. Isso ocorre porque os custos de transação são altos em países subdesenvolvidos, e, sendo a estrutura institucional ineficiente, por não facilitar a coordenação e a cooperação dos agentes, torna mais difícil à negociação nesses países, bem como dificulta os contratos de investimento de longo prazo.

Desta forma, cabe aos agentes verificar, questionar e incrementar a estrutura das instituições. É necessário um investimento contínuo por parte dos agentes econômicos, no sentido de facilitar a percepção do ambiente econômico no qual realizam seus negócios. A visão da nova teoria institucional verifica que a resposta ao fraco desempenho econômico em países subdesenvolvidos pode ser resolvida com a reestruturação institucional interna do país, e não com políticas copiadas de países desenvolvidos que visam buscar modelos prontos de crescimento econômico.

## **2. A PRÁTICA DA POLÍTICA MONETÁRIA**

### **2.1 OS OBJETIVOS DEFINIDOS PELOS BANCOS CENTRAIS PARA A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA**

Apesar das várias estruturas dos Bancos Centrais, todos possuem objetivos a serem alcançados. Se tais objetivos recebem ou não a interferência do Governo em sua elaboração, pode-se identificar o nível de dependência ou independência respectivamente. O que se procura verificar, no entanto, são os objetivos principais dos Bancos Centrais. Na realidade, os Bancos Centrais possuem vários objetivos. Entre eles estão estabilidade de preços, alto nível de emprego, crescimento econômico, estabilidade da taxa de câmbio (dadas às interações entre taxa de juros e taxa de câmbio), prevenção de falências bancárias e manutenção da saúde do sistema financeiro (papel de fiscalizador e prestador em última instância do sistema), manutenção da confiança dos investidores estrangeiros, etc.

Em geral, o estatuto de muitos bancos centrais estabelece que seu objetivo principal (senão único) é alcançar a estabilização de preços. Na prática, contudo, nem sempre isso ocorre, pois muitas vezes prevalece o pragmatismo na condução da política monetária. (CARVALHO, 2000, p. 120).

Os objetivos dos Bancos Centrais são os pontos principais de concentração das discussões sobre as medidas futuras a serem adotadas na política monetária. Desta forma, faz-se necessário o entendimento de tais objetivos, ou o porque de sua inclusão nas discussões acerca das diretrizes monetárias.

Para todos os países é muito importante manter o nível de emprego elevado, ou então manter baixos níveis de desemprego. Níveis de desemprego elevados aumentam os índices de miséria e criminalidade. Além disso, altos níveis de desemprego significam baixo crescimento econômico e queda do produto interno bruto (PIB) do país além de aumento na capacidade ociosa da indústria. Nos Estados Unidos, a “Lei do Emprego de 1946 e a Lei do Pleno Emprego e

Crescimento Equilibrado de 1978 (...) determinam o compromisso do governo dos EUA em promover um nível alto de emprego compatível com um nível estável de preços” (MISHKIN, 2000, p. 285).

Associado ao nível de emprego está o crescimento econômico. Se há pouca capacidade ociosa na economia, o desemprego é baixo e os níveis de investimento crescentes, será conseqüente o crescimento econômico. As políticas econômicas podem ser direcionadas para o estímulo ao investimento e à poupança, como descreve Mishkin (2000, p. 286):

Na verdade, essa é a intenção declarada das chamadas políticas da “economia pelo lado da oferta” (*supply-side economics policies*), que têm por objetivo incitar o crescimento econômico através de incentivos fiscais para que as empresas invistam em instalações e equipamento e para que os contribuintes poupem mais. (...) Os Estados Unidos têm estado mais preocupados com o crescimento econômico nos últimos anos devido à drástica diminuição no ritmo das atividades desde o início da década de 1970. (...) Isso gerou um debate acirrado sobre o que pode ser feito para elevar a taxa de crescimento nos Estados Unidos e se a política monetária pode desempenhar algum papel para desempenhar o crescimento.

Em contraposição ao crescimento econômico está o objetivo principal dos Bancos Centrais: a Estabilidade de Preços. A inflação é combatida por todas as políticas monetárias porque gera prejuízos de cunho financeiro e social. A estabilidade de preços é necessária para garantir segurança ao sistema econômico, tanto no curto como no médio prazo, influenciando tomadas de decisão de investimento, por exemplo. Mishkin (2000, p. 286) destaca que: “A estabilidade de preços é desejável porque um nível crescente de preços (inflação) cria incerteza na economia, o que poderá tolher o crescimento econômico”. Além disso, países com alta inflação podem apresentar disputas sociais, a respeito dos reajustes necessários para a não deterioração de sua renda, por exemplo.

Outro ponto crucial que influencia a decisão de investimento e afeta o crescimento econômico é a estabilidade da taxa de juros. É importante que a taxa de juros de uma economia não sofra muitas variações, ou pelo menos que não

varie de forma inesperada. Os investidores precisam elaborar com clareza expectativas futuras a respeito da economia; se a taxa de juros varia muito, cria-se um clima de incerteza sobre o futuro econômico, desestimulando investimentos e prejudicando o crescimento econômico. Além disso, é importante o fato de que a taxa de juros é inversamente proporcional ao crescimento econômico e por isso “os movimentos das taxas de juros para cima geram hostilidade com relações aos Bancos Centrais (...) e levam a pedidos de restrição de seu poder” (MISHKIN, 2000, p. 286).

Manter a estabilidade da taxa de câmbio, evitando-se desvalorizações ou valorizações agudas, também é de grande importância para a manutenção de um Sistema Financeiro saudável, isto é, as variações cambiais têm relação direta com a inflação e, além disso, quanto maior a dependência de um país do comércio exterior, mais é necessária uma taxa de câmbio estável. Variações cambiais diminuem a competitividade nos mercados externos, como descreve Mishkin (2000, p. 287): “uma elevação no valor do dólar torna as indústrias americanas menos competitivas em relação às do exterior, e quedas no valor de dólar estimulam a inflação nos Estados Unidos”.

Em geral o Banco Central visa sanear o Sistema Financeiro, a fim de evitar crises financeiras, por isso os Bancos Centrais também objetivam a estabilidade dos Mercados Financeiros. Esse objetivo é importante, segundo Mankiw (2005, p.286) porque pode prejudicar o principal papel das instituições financeiras: o de intermediário entre tomadores de crédito e depositantes de recursos. Acredita-se que, caso os bancos não consigam executar essa atividade, a economia pode sofrer uma grande contração da atividade econômica. Além disso, os Bancos Centrais devem socorrer as instituições financeiras para evitar a chamada “corrida aos bancos”, onde a perda de credibilidade dos agentes em uma instituição específica leva à retirada de seus recursos aplicados nas instituições financeiras. Tal fato pode tornar-se generalizado e afetar a credibilidade de todo sistema financeiro.

Como os objetivos do Banco Central são diferenciados e muito abrangentes, ou seja, somente após certo período de tempo (mínimo de seis meses) poder-se-á

ver o resultado da política monetária adotada; esses objetivos são divididos em metas. Os Bancos Centrais assumem um conjunto de metas, e conforme a política monetária é conduzida, é possível verificar os objetivos que são considerados primordiais para determinado Estado. As metas podem ser intermediárias ou operacionais.

## 2.2 OS INDICADORES DA POLÍTICA MONETÁRIA: AS METAS INTERMEDIÁRIAS

As metas intermediárias são os pontos chave onde os dirigentes sabem que as alterações das políticas monetárias vão atuar, e, por isso, servem como uma indicação se os objetivos futuros vão ser alcançados, em que velocidade e quais impactos a economia sofrerá com tais alterações.

Uma meta intermediária é uma variável que o Banco Central controla não pela importância da própria variável, mas porque, pelo controle da variável, os formuladores de políticas acreditam estar influenciando as metas finais da política econômica de uma maneira previsível (FROYEN, 1999, p. 514).

Além de ser necessário escolher entre uma ou outra corrente teórica (monetarista ou keynesiana), é importante que a meta intermediária leve realmente aos objetivos finais dos Bancos Centrais, e por isso as metas intermediárias ou operacionais devem condizer com critérios como: mensurabilidade, controle e efeitos previsíveis sobre os objetivos. Ao ser realizada dentro destes três critérios abordados por Mishkin (2000, p. 289), a escolha entre as possíveis metas intermediárias e operacionais se torna mais clara:

Mensurabilidade: A mensuração rápida e precisa de uma variável meta-intermediária faz-se necessária na medida em que a meta intermediária será útil apenas se indicar mais rapidamente do que o objetivo quando a política se encontra fora de sua trajetória. (...) Controle: Um banco central deve ser capaz de exercer controle eficaz sobre uma variável se quiser que funcione como uma meta útil. (...) Um banco central exerce bastante controle sobre os agregados monetários e sobre as taxas de juros. (...) Efeitos Previsíveis Sobre os Objetivos: A característica mais

importante que uma variável deve ter para ser útil como meta intermediária é ter um impacto previsível sobre um objetivo final.

Verificando-se que a meta escolhida apresenta os critérios importantes para sua eficácia, as metas intermediárias possibilitam visualizar se uma alteração na política monetária tem caráter contracionista ou expansionista:

Duas, normalmente, são as metas intermediárias: (a) taxa de juros de longo prazo; (b) agregados monetários (várias medidas de volume de moeda ou de crédito bancário)<sup>4</sup>. (...) As metas intermediárias funcionam como indicadores de política monetária, sumariando o impacto da política passada sobre a economia, pois: (a) fornecem ao Banco Central informações imediatas e contínuas, importantes para verificar se os instrumentos estão tendo impacto desejado; (b) mais especificamente, permitem aferir se o impacto global das ações da política está na direção de uma política expansionista ou contracionista (CARVALHO, 2000, p. 120-121).

Além das metas monetárias (aquelas que visam controlar os agregados monetários) e das metas de taxas de juros, as metas de inflação unem-se a esse grupo de metas intermediárias com o objetivo de controle da variação de preços. Os Bancos Centrais devem avaliar, após a análise de seus objetivos, qual é a melhor maneira de alcançá-lo. Então a escolha do sistema de metas a ser adotado deverá ser condizente com tal análise.

### 2.2.1 A Utilização de Metas Monetárias na Política Monetária

As metas de agregados monetários visam estabelecer limites para a criação e circulação de moeda na economia. Como já destacado anteriormente, é um fundamento da teoria monetarista que acredita que cabe ao agente de política monetária apenas controlar a quantidade de moeda na economia para evitar o processo inflacionário. No entanto, controlar agregados monetários pode não ser

---

<sup>4</sup> Agregados Monetários: Em geral, definem-se como meios de pagamento a soma do papel moeda em poder do público com o total de depósitos a vista. Tal estatística é chamada de M1. A soma de M1 com o total de depósitos a prazo, mais os títulos públicos, é denominado M2. A soma de M2 com o total de depósitos de poupança é a estatística M3. A soma de M3 com os títulos privados em poder do público é chamada de M4 (CARVALHO, 2000, p. 08).

tão simples se considerarmos que a política monetária é realizada sob condições de informações imperfeitas, e que assim sendo, as incertezas sobre o consumo e investimento do setor privado ficam no campo das expectativas para os formuladores das políticas, e que por isso, o objetivo principal de crescimento alto ou inflação baixa pode não ser alcançado.

Apesar disso, verifica-se que uma meta de agregados monetários pode ser útil em algumas situações de crise econômica, como destaca Froyen (1999, p.526), porque optar por uma meta de estoque de moeda implica em um forte compromisso de manter o estoque monetário em crescimento numa faixa definida, o que leva ao controle da inflação por períodos de médio prazo. Praticamente todos os economistas acreditam que uma inflação alta sustentada necessita de uma acomodação do crescimento do estoque de moeda. A obediência rígida a metas de estoque de moeda limita seriamente a acomodação monetária, a menos que as próprias metas sejam altas.

Defensores do estabelecimento de metas para agregados monetários afirmam que, ao fixar metas baixas e não inflacionárias para o estoque de moeda, e atingi-las, o Banco Central pode construir uma credibilidade antiinflacionária, isso porque o público começa a acreditar que o Banco Central realizará as políticas anunciadas. Isso tem a vantagem de que as expectativas inflacionárias são mantidas baixas. Ainda assim, caso o agente econômico defina a utilização da meta de agregados monetários, deverá estar atento às medições do estoque de moeda na economia, no caso da criação de outros mecanismos de criação de moeda na economia (como novas linhas de crédito ou novos tipos de depósito).

### 2.2.2 A Utilização de Metas de Taxas de Juros para Condução da Política Monetária

Utilizar a meta de taxa de juros significa perder o domínio sobre a quantidade de moeda circulante na economia para poder controlar a taxa de juros nominal. O Banco Central que controla a meta de taxa de juros ou meta da taxa de

fundos federais – como é chamada essa política nos Estados Unidos – preocupa-se em verificar as taxas de movimentação monetária entre as instituições financeiras no período de um dia (*overnight*).

Verifica-se que a meta de taxa de juros possui vantagens significativas ante a meta monetária. A meta de taxa de juros é facilmente mensurável e, além disso, se mantém constante no curto prazo. Entretanto, como observa Froyen (1999, p. 526), a meta de taxa de juros não traz a mesma credibilidade antiinflacionária da meta monetária:

Uma meta de taxa de juros não oferece essa garantia não inflacionária, e a obtenção sistemática da meta dos juros não constrói necessariamente credibilidade para a política antiinflacionária da autoridade monetária. Se o Banco Central estabelecer uma meta de taxa de juros, ele precisa aumentar a oferta de moeda para acomodar qualquer aumento de demanda por moeda. Caso tenha início um período de crescimento potencialmente inflacionário, a demanda por moeda será crescente (maior demanda por transações). O Banco Central pode, então, ser levado, contra a sua vontade, a incentivar o crescimento inflacionário por meio de um aumento da oferta de moeda para acomodar o aumento da demanda. Isso não é inevitável; o Banco Central pode, em vez disso, observar o potencial de inflação e elevar a taxa de juros. A questão aqui é simplesmente que atingir uma determinada meta de taxa de juros não proporciona a proteção contra inflação que é conseguida com a obtenção de metas de agregados monetários (com metas baixas de taxa de crescimento).

Apesar disso, dirigentes da política monetária têm adotado a meta de taxa de juros para evitar pânico nos mercados financeiros. Quando se escolhe a meta monetária deve-se deixar flutuar livremente a taxa de juros, e isso pode causar instabilidade nos mercados financeiros à medida que leva a perdas de capital em títulos.

### 2.2.3 A Condução da Política Monetária Via Metas de Inflação

Atualmente, a maioria dos Bancos Centrais se preocupa com o controle da inflação, que é considerada como uma “doença” do sistema financeiro. Por esse motivo, a maioria das grandes economias do mundo, inclusive Brasil e Reino

Unido, têm adotado o sistema de metas de inflação, que se trata de uma âncora nominal que permite controle sobre a política monetária e permite espaço para algum crescimento econômico. Conceitualmente, Bernanke, Mishkin e Posen (in MANKIW, 2005, p. 506) declaram que:

O sistema de metas de inflação é uma estrutura de política monetária que compromete o banco central com a busca da baixa inflação no futuro (...), mas também promove um processo de formulação de políticas mais aberto e responsável.

O sucesso de qualquer regime de política monetária exige um grau de coordenação entre as várias políticas almejadas pelo governo. O regime de metas para a inflação, em particular, exige uma coordenação ainda maior, uma vez que as condicionantes monetárias, mais facilmente adaptáveis em sistemas de câmbio fixo ou controlado, se alteram. Segundo Blejer, Leone, Rabanal e Schwartz (2001, pág. 8):

Idealmente, sob o regime de metas para inflação as condicionantes monetárias devem ser coordenadas para a avaliação do estado da política monetária vis a vis à meta de inflação estabelecida pelo governo. Entretanto, isso iria requerer uma compreensão excessivamente boa dos canais de transmissão da política monetária, além de seus precisos parâmetros.

Na política de metas de inflação verifica-se que existem diferentes tipos de execução para a mesma, no Brasil define-se uma meta central e uma banda larga para cima e para baixo, mas existem também casos como o do Reino Unido onde apenas os dois limites, superior e inferior, são definidos. É importante, entretanto, que a autoridade monetária esteja atenta às questões propostas por Oreiro e Passos (2005, p.160), para que a escolha pelo regime de metas de inflação seja bem sucedida:

O adequado funcionamento do sistema de metas de inflação exige, portanto, que as autoridades monetárias respondam a três questões fundamentais, a saber: (a) qual a taxa de inflação que o Banco Central deve perseguir como meta de política monetária? (...) (b) qual o grau de autonomia que o Banco Central deve ter na tarefa de fixação da taxa de

juros? (...) (c) como as expectativas de inflação são obtidas? Essas expectativas refletem, de fato, a percepção dos agentes com efetivo poder de formação de preços a respeito da evolução futura da taxa de inflação, ou elas refletem as opiniões vigentes entre operadores do mercado financeiro?

A grande aceitação dessa política no mercado financeiro se deve a vantagens que as metas de inflação possuem sobre as outras políticas monetárias. Schlesinger in Mankiw (2005, p. 497) comenta sobre o círculo virtuoso que a baixa inflação causa na economia:

A economia pode estar entrando em uma fase em que a baixa inflação não é mais considerada um fenômeno afortunado e transitório, mas uma parte integrante de sua estrutura. E se um número suficiente de executivos, fornecedores, consumidores e trabalhadores acreditar que ela perdurará, agirá de maneiras que farão com que ela perdure.

Com a austeridade monetária compatível que sustente a estabilidade de preços, o regime de metas para a inflação constitui-se em uma ferramenta de estabilização. De acordo com Fraga, Goldfajn e Minella (2003, pág. 13), "a conduta da política monetária em países emergentes encontra três grandes desafios: i) conquistar credibilidade, ii) reduzir o nível de inflação, e iii) lidar com a inconsistência fiscal, financeira e externa". Transparência e compromisso agregam pontos positivos às metas de inflação, já que são necessários para a alteração das expectativas de mercado, ou manutenção das expectativas de longo prazo, caso a inflação já esteja baixa. Com compromisso e transparência, o dirigente da política monetária precisará manter uma boa estrutura de informações, ou seja, há um compromisso público com a meta de inflação, estabelece-se um prazo para tal atingimento (na maioria dos casos 2 anos) e conseqüentemente deve-se suprir os mercados e o público com informações acerca da avaliação de seu desempenho e de suas eventuais alterações na política. Há ainda quatro pontos importantes em defesa do sistema de metas de inflação destacados por Bernanke, Mishkin e Posen (MANKIW, 2005, p. 507):

Primeiro, transformará o compromisso com a estabilidade de preços (...) de uma preferência pessoal do presidente em uma política oficial.(...)

Em segundo lugar, a transparência da abordagem das metas de inflação encoraja os políticos e o público a se concentrarem naquilo que a política monetária é capaz de fazer (ou seja, manter a estabilidade dos preços no longo prazo), e não naquilo que não é capaz de fazer (criar aumentos permanentes no crescimento por meio de políticas expansionistas).(...) Terceiro, a maior transparência diminuiria a incerteza financeira e econômica.(...) Quarto, as metas de inflação são um bom seguro contra a ameaça de queda dos preços. A deflação está associada a profundas recessões e até mesmo depressões, (...) Estabelecer uma taxa de inflação anual dois pontos acima de zero, como têm feito os que adotam o sistema, compromete o banco central com a manutenção de um piso sob os movimentos do nível de preços (além de um teto sobre eles).

Uma vez que a autoridade monetária decide pela inflação, o crescimento econômico tende a ser restrito, isso porque o Banco Central precisará utilizar as metas operacionais no sentido de alcançar a meta de inflação, independentemente do que ocorre com as outras variáveis macroeconômicas. O compromisso público do Banco Central com a meta inflacionária que esse regime estabelece, torna a política monetária voltada completamente para a inflação. Carvalho (2000, p.227) descreve que o regime de metas inflacionárias propõe uma meta de crescimento para algum índice de inflação, que é anunciada no início de um determinado período. O Banco central se torna o executante da meta estabelecida pela autoridade monetária, e, a partir daí, a política monetária passa a ter um único objetivo, alcançar a meta inflacionária determinada. Assim, os dirigentes do Banco Central não se preocupam com o desempenho de outras variáveis macroeconômicas como desemprego e o produto, que somente se tornariam objetos de análise se estivessem dificultando a realização da meta de inflação, já que esse é o alvo exclusivo do Banco Central.

Em economias com inflação persistente, o crescimento passa ao segundo plano, e essa escolha pode se tornar perigosa. Mankiw (2005, p. 500) alerta que é importante verificar o custo que a redução da inflação pode causar à economia, “se uma nação quiser reduzir a inflação, precisa suportar um período alto de desemprego e baixa produção”. Verifica-se novamente *trade off* antes exposto, pois “a magnitude desse custo depende da inclinação da curva de Phillips e da velocidade com que as expectativas de inflação se ajustam à nova política

monetária”. A esse custo dá-se o nome de Taxa de Sacrifício: “a taxa de sacrifício é a perda de produção anual, em pontos percentuais, medida no processo de redução de inflação em 1 ponto percentual. Uma estimativa típica de taxa de sacrifício é 5”. Entretanto, a teoria da taxa de sacrifício é desacreditada pelos formuladores das teorias das expectativas racionais. Thomas Sargent<sup>5</sup> acredita que as pessoas utilizam otimamente as informações que possuem.

De qualquer forma, o regime de metas de inflação permite ao Banco Central focar suas ações em um objetivo prioritário – a inflação – sem perder a correlação com outros objetivos alternativos – como crescimento - mesmo que seja necessário estabelecer pesos específicos para esses objetivos.

### 2.3 A REALIZAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA: AS METAS OPERACIONAIS

Além das metas intermediárias, o Banco Central estabelece metas operacionais, que são o resultado direto da operacionalização dos instrumentos da política monetária. As metas operacionais estão estreitamente ligadas às metas intermediárias e aos instrumentos da política monetária, não sendo possível disparidades entre os três. Caso haja alterações nas metas operacionais, automaticamente as metas intermediárias serão afetadas, sinalizando ao Banco Central o novo rumo econômico que essa alteração irá acarretar. O Banco Central poderá, então, analisar se a nova meta operacional está condizente com os seus objetivos; e, quanto mais independente o Banco Central, esse mesmo poderá alterar a política monetária para novamente ajustar as metas aos seus objetivos.

---

<sup>5</sup> De acordo com Sargent, a taxa de sacrifício poderia ser muito menor do que o sugerido pelas estimativas anteriores. De fato, no caso mais extremo, poderia ser zero. Se o governo assumisse um compromisso digno de crédito com uma política de inflação baixa, as pessoas seriam racionais o bastante para reduzir imediatamente suas expectativas de inflação. A curva de Phillips no curto prazo se deslocaria para baixo e a economia atingiria inflação baixa rapidamente, sem custo temporário de alto desemprego e de baixa produção (MANKIW 2005, p. 502).

Mishkin (2000, p. 287), demonstra que a estratégia dos Bancos Centrais é, após decidir sobre o objetivo para emprego e nível de preços, escolher um conjunto de variáveis como alvo, as metas intermediárias, tal como os agregados monetários (M1, M2 ou M3) ou as taxas de juros (de curto ou de longo prazo). Tais metas têm efeito direto sobre emprego e nível de preços. No entanto, essas metas intermediárias não são as variáveis diretamente afetadas pelas ferramentas de política monetária do Banco Central. Portanto, ele escolhe um outro conjunto de variáveis como alvo, as metas operacionais, tais como agregados de reserva e taxas de juros, que respondem melhor a suas ferramentas de política monetária, levando a uma fácil captação de resultados a respeito da política monetária adotada.

Para operacionalizar tais alterações, os Bancos Centrais podem alterar a taxa de juros básica de curto prazo ou então controlar as reservas agregadas. Carvalho (2000, p.121) destaca que o Banco Central não pode controlar simultaneamente a taxa de juros básica e o nível de reservas bancárias e que por isso deve escolher entre uma das alternativas.

Para o sistema de metas de inflação, Blanchard (2004, p.536) destaca que a meta operacional que deve ser utilizada é a taxa básica de juros, e argumenta:

Nesse regime de política monetária, o crescimento dos agregados monetários – M1, M2 ou M3 – não é uma variável sobre a qual o Banco Central tende a exercer algum tipo de controle. Isto porque a evolução da teoria e da prática da política monetária nos países desenvolvidos mostrou que a instabilidade crescente da velocidade de circulação da moeda, observada nesses países após a década de 70, tornava extremamente fraca a relação entre a taxa de inflação e a taxa de crescimento do agregado monetário de referência.

Stiglitz e Greenwald (2004, p. 277-278) enfatizam, entretanto, que as variações nas taxas de juros podem levar a efeitos adversos, visto que se as alterações nas taxas de juros gerarem efeitos distributivos e levarem a distorções, quanto maior a variação, maior será o efeito adverso. Grandes variações nas taxas de juros empurram as empresas para a falência e, por consequência, têm impactos de longa duração. As variações bruscas das taxas de juros impõem danos reais à

economia e grandes dificuldades para muitos dos membros mais pobres. Além disso, quando usadas como instrumentos de controle macroeconômico, de forma repetida e regular, as expectativas de que esse instrumento continuará sendo utilizado indiscriminadamente, leva as empresas a depender cada vez mais de autofinanciamento, e enfraquecem setores que dependem de financiamentos bancários.

Desta forma, os Bancos Centrais precisam estabelecer qual meta operacional desejam utilizar: ou controle da taxa básica de juros ou o controle das reservas monetárias. Se o Banco central decidir controlar a taxa básica de juros, estará abrindo mão do controle sobre a oferta de moeda, pois, para controlar a taxa de juros em um patamar estável e pré-estabelecido deverá aumentar ou diminuir a oferta de moeda, caso haja uma alteração na demanda por moeda: “assim, ter uma meta de taxa de juros implica na perda de controle sobre a oferta de moeda na presença de um deslocamento na demanda por moeda”, Carvalho (2000, p.121).

## 2.4 A EXECUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA ATRAVÉS DOS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETÁRIA

Após definir a meta operacional a seguir, os Bancos Centrais precisam avaliar qual é a melhor estratégia para alcançar seus objetivos. As estratégias envolvem os métodos que serão utilizados para se alcançar à meta intermediária e conseqüentemente os objetivos principais. Os instrumentos de política monetária correspondem aos métodos operacionais que serão utilizados para que os Bancos Centrais atinjam as metas intermediárias. Segundo Carvalho (2000, p. 142), “os instrumentos clássicos de política monetária são três: recolhimento de compulsório, redesconto de liquidez e operações de mercado aberto”.

Através do controle sobre o recolhimento de compulsórios, o Banco Central pode verificar a necessidade de demanda por reservas bancárias do mercado monetário. Carvalho (2000, p.128) define os recolhimentos de

compulsórios: “são depósitos – sob a forma de reservas bancárias – que cada banco é obrigado legalmente a manter no Banco Central em reserva bancária, sendo calculados como um percentual sobre os depósitos”. Ora, a partir do momento que se estabelece uma taxa percentual de recolhimento de compulsórios sobre depósitos a vista, sabe-se qual é o nível de movimentação da moeda de uma economia. Por isso, esse instrumento facilita ao Banco Central a fixação da taxa de juros, já que se torna possível a ele verificar a demanda por moeda da economia. Verificando-se a demanda por moeda da economia, por meio do multiplicador bancário pode-se controlar o mercado de crédito, a partir do momento que se altera a taxa básica de juros. E ainda, manter reservas bancárias em poder do Banco Central caracteriza o papel de prestador de última instância, que cabe aos Bancos Centrais, e que serve para auxílios de liquidez para os demais bancos.

Outro instrumento de política monetária é o redesconto ou assistência financeira de liquidez, que, assim como o recolhimento de compulsórios, caracteriza o papel de prestador de última instância do Banco Central. Fortuna (2000, p. 47) descreve que o redesconto ou empréstimo de liquidez é o socorro que o Banco Central oferece às instituições financeiras para atender às suas necessidades momentâneas de caixa. É uma linha de atendimento às necessidades de liquidez diária para fins de caixa das instituições bancárias. Através desse instrumento, o M1 pode ser reduzido ou expandido, de acordo com os critérios estabelecidos pelo Banco Central.

Nesse caso, ao contrário do recolhimento de compulsórios, não é o Banco Central que gerencia esses empréstimos, sendo que a solicitação parte das instituições bancárias com problemas de liquidez. O Banco Central oferece duas formas de assistência à liquidez: os empréstimos com garantias e o redesconto. Nos empréstimos com garantias o Banco Central concede crédito contra apresentação de garantias até o limite de saque do tomador, fixado pelo Banco Central, calculado com base no passivo exigível do banco, e fixado para um determinado período. No caso do redesconto de liquidez, o Banco Central

desconta títulos, cujos tipos são por ele definidos, à taxa de juros previamente definida para essas operações. O Banco Central utiliza essa ferramenta, também, como uma forma de criar demanda para os papéis que são considerados por ele elegíveis, e, conseqüentemente, os títulos eleitos mais comuns são os de dívida pública.

Para existir um Sistema Financeiro saudável é imprescindível que o banco central exerça esse papel de prestador de última instância. A respeito desse assunto, Mishkin (2000, p. 278-279) concorda que ao utilizar o redesconto de liquidez como instrumento para impedir os pânico bancários, chamados também de “corridas bancárias”, desempenhando o papel de prestador de última instância é importante na elaboração de uma política monetária de êxito. Os pânico financeiros também podem causar danos sérios à economia porque interferem com a capacidade de intermediação financeira entre as instituições financeiras, os mercados e as pessoas que possuem oportunidades produtivas de investimento.

Apesar dessa necessidade, surge uma discussão a respeito do risco moral que os redescontos de liquidez podem causar. As instituições financeiras arriscam mais porque sabem que existe uma instituição que os socorrerá, expondo a instituição (Banco Central) e os contribuintes a prejuízos elevados. “O problema do risco moral é mais sério para os grandes bancos, que (...) vão sempre receber empréstimos (...) porque sua falência provavelmente desencadearia um pânico bancário” (Mishkin, 2000, p. 279).

Os Bancos Centrais procuram utilizar o instrumento de redesconto de liquidez também como uma forma de controlar a taxa básica de juros. Alterando a taxa de redesconto, essas operações podem tornar-se mais ou menos atrativas. Caso o Banco Central aumente a taxa de redesconto de títulos ou aumente as restrições quanto aos títulos que podem ser descontados, cai a atratividade dos Bancos por essa linha de financiamento, o que leva a uma alteração na taxa básica de juros. “É importante destacar que a condição necessária para que a assistência financeira de liquidez funcione como um ‘colchão de reservas’, ajudando na

estabilização da taxa de juros de curto prazo, é que ela não seja punitiva” (CARVALHO, 2000, p. 135). À medida que cai a atratividade dos bancos pelo redesconto, “a demanda por reservas nesta operação se torna inelástica em relação ao movimento da taxa de juros de mercado, o que requer uma atuação mais ativa da mesa de *open market* para absorver as flutuações no mercado de reservas (...)” (CARVALHO, 2000, p.136).

O terceiro instrumento de política monetária são as operações de mercado aberto (*Open Market*). As operações de mercado aberto consistem, na maioria das vezes, em intervenções diretas do Banco Central no mercado financeiro através da compra e venda de títulos públicos. Esse instrumento de política econômica é considerado o mais eficaz segundo Fortuna (2002, p.48), já que atua diretamente nas reservas bancárias, alterando os meios de pagamento e a taxa de juros de curto prazo com mais rapidez. Através das operações de mercado aberto, são regulados a oferta monetária e o custo do dinheiro, ou seja, a taxa de juros básica da economia, que é referenciada na troca de reservas bancárias por um dia, através das operações de overnight. Essas operações permitem que o Banco Central controle diversas variáveis simultaneamente, como por exemplo, o volume de moeda ofertada no mercado, a manipulação das taxas de juros de curto prazo, a permissão às instituições financeiras a realizem aplicações a curto e em curtíssimo prazo de suas disponibilidades monetárias ociosas, além da garantia de liquidez para os títulos públicos.

As operações de mercado aberto apresentam várias vantagens para o Banco Central, sobre os outros instrumentos de política monetária. Em primeiro lugar, essas operações ocorrem por iniciativas dos Bancos Centrais, e são os mesmos que definem as quantidades de títulos a serem comprados ou vendidos. Em segundo lugar, as operações de mercado aberto podem ser realizadas para pequenas ou grandes variações da taxa de juros ou da base monetária, conforme o desejo do Banco Central que as realiza visando seus objetivos. Em terceiro lugar, as operações de mercado aberto podem ser revertidas com facilidade, caso seja verificado um erro na condução da política monetária (por exemplo, se a taxa de

juros caiu mais do que o esperado devido a grandes quantidades de compras de títulos públicos realizadas pelo BC). E em quarto lugar, não há burocracia para a realização de operações de mercado aberto, podendo ser realizadas sempre que necessário.

À medida que se têm diminuído a taxa de recolhimento de reservas compulsórias, é tendência mundial a substituição desse recurso pelas operações de mercado aberto. Principalmente porque o controle de reservas compulsórias torna mais difícil o controle da volatilidade da taxa de juros, devido às diferenças entre oferta e demanda por moeda. As operações de mercado aberto permitem correções momentâneas e com maior velocidade das tendências de taxas de juros de curto prazo e, além disso, colaboram com a livre concorrência interbancária.

### **3. A ESTRUTURA DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS E A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA.**

Na maioria dos países, os gestores das políticas monetárias são os Bancos Centrais, entidade criada para atuar como órgão executivo central do sistema financeiro, cabendo-lhe a responsabilidade de cumprir as disposições que regulam o funcionamento do sistema. O Banco Central pode ser um meio para que o Estado consiga intervir diretamente no sistema financeiro e, indiretamente, na economia.

Assim sendo, são os Bancos Centrais os responsáveis pela realização da política monetária. Sabendo-se deste fato, pode-se verificar o grau de intervenção do Estado nas diretrizes adotadas pelos Bancos Centrais. Um Banco Central independente não possui intervenção direta do Estado e conduz a política monetária de forma a alcançar o equilíbrio do mercado financeiro independentemente dos objetivos diretos do Estado:

Em países como Alemanha, Japão e Estados Unidos, o modelo clássico de Banco central é independente, ou seja, seus diretores são designados pelo Congresso, eleitos com um mandato fixo, renovável. Não há subordinação ao Tesouro. Ele atua como um verdadeiro guardião da moeda nacional, garantindo a pujança e o equilíbrio do mercado financeiro e da economia, protegendo seu valor, impedindo que os gastos do Governo sejam bancados pela emissão de dinheiro, fator de desvalorização de moeda. É um quarto poder, além do Executivo, Legislativo e Judiciário (FORTUNA, 2002, p.20).

Desta forma, os Bancos Centrais podem ser considerados os responsáveis pela operacionalização das políticas monetárias e por suas conseqüências, pois “ao Banco Central cabe cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo CMN. Assim, é um órgão executivo que expede as Resoluções (...) com base nas deliberações do CMN” (ANDREZZO; LIMA, 1999, p. 41). A partir deste princípio, o Banco Central traça objetivos e metas para realizá-los. As metas poderão ser cumpridas utilizando-se os instrumentos de política monetária.

### 3.1 O BANCO CENTRAL DO BRASIL

No Brasil, o Governo utiliza-se da estrutura do sistema para interferir, da maneira que considera mais adequada, na política monetária. É por esse motivo que a autoridade máxima do Sistema Financeiro é o Conselho Monetário Nacional (CMN). O CMN atual, ou seja, após a implantação do Plano Real em 1994, é composto por três integrantes, e todos do governo: o ministro da Fazenda, o ministro do Planejamento e o presidente do Banco Central. Ao CMN cabem as atribuições normativas de caráter deliberativo, e não as executivas, que são atribuições do Banco Central do Brasil (BC).

No exercício de suas competências, Conselho Monetário Nacional objetiva: (I) – adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional e seu processamento de desenvolvimento; (II) – regular o valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais; (III) – regular o valor externo da moeda e o equilíbrio no balanço de pagamento do País, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira; (IV) – orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, quer públicas, quer privadas, tendo em vista propiciar, nas diferentes regiões do País, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional; (V) – propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos; (VI) – zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras; (VII) – coordenar a política monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa (ANDREZO; LIMA, 1999, p. 39).

O Brasil adota o sistema de metas de inflação como meta intermediária e a taxa de juros como meta operacional. O regime de metas de inflação foi implantado oficialmente através do Decreto 3.088 de 21 de junho de 1999, com a proposta de manter a estabilidade obtida através do Plano Real no que diz respeito ao nível de preços. “A necessidade de uma âncora nominal para as expectativas de inflação por parte dos agentes econômicos levou à adoção do sistema de metas de inflação, no qual a principal tarefa da política monetária é controlar a taxa de inflação” (OREIRO E PASSOS, 2005, p.159). Verifica-se que nesse período

houve a necessidade de demonstrar que a estabilidade de preços se manteria no Brasil, o que levou, entretanto, a outras correntes de análise a respeito do Brasil no exterior, como descrevem Stiglitz e Greenwald (2004, p. 263):

As respostas do mercado aos grandes aumentos nas taxas de juros que se seguiram à desvalorização do Brasil em janeiro de 1999 ilustram correntes contrastantes. O FMI pressionou o Brasil a aumentar as taxas de juros, afirmando que isso restauraria a confiança. (Sua análise da psicologia do mercado não pareceu ser muito mais profunda do que isso). Muitos analistas, principalmente no Ocidente, reagiram de maneira bastante contrária: o impacto imediato das taxas de juros mais altas foi elevar o tamanho do déficit do governo, que havia se tornado emblemático da natureza dos problemas do país. As altas taxas de juros, na perspectiva deles, enfraqueceram a confiança. Por outro lado, muitos investidores no Brasil preocupavam-se particularmente com a possibilidade de que a desvalorização pudesse desencadear uma espiral inflacionária, e viram a alta taxa de juros como um sinal de que isso não aconteceria. Para eles, a taxa de juros elevada ajudou a melhorar a confiança. Alguns economistas no Banco Mundial insistiram para que o Brasil adotasse uma estratégia alternativa: uma política monetária com metas de inflação. Dado o baixo nível de inflação e o alto desemprego, isso teria permitido a adoção de uma taxa de juros mais baixa – tranquilizando aqueles que se assustavam com o tamanho do déficit –, ao mesmo tempo em que encorajaria os que se preocupavam com a inflação. Esta foi a política que o Brasil acabou por adotar..

O regime de metas no Brasil é caracterizado pela separação institucional entre o órgão normativo estipulador da meta – o CMN, o órgão executor da meta estabelecida – o Banco Central do Brasil, e a instituição que mede a variável a ser seguida – o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), conforme descreve Farhi (2004, p.82):

No Brasil, o regime de metas de inflação apresenta a seguinte configuração: 1) O índice de preços utilizado para apurar o cumprimento da meta de inflação é o IPCA, calculado pelo IBGE. 2) A meta definida comporta um intervalo variável de tolerância para cima e para baixo. 3) As metas e os intervalos de tolerância são fixados pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), com uma antecedência de um ano e meio (...). 4) A meta fixada deve ser cumprida no decorrer do ano calendário.

Apesar de ser denominado como sistema de metas de inflação, é importante que seja verificado o cumprimento dessas metas, e não apenas seu estabelecimento e a divulgação de suas intenções. O sistema de metas brasileiro

está estruturado de tal forma que permite a divulgação de intenções, permite atitudes que as viabilizem e requer demonstrações claras de seus resultados, assim como justificativas e esclarecimentos que os acompanham.

As metas adotadas pelo Brasil permitem a variação da inflação dentro de intervalos de tolerância de dois pontos percentuais para cima ou para baixo a meta, sendo que, caso a meta não venha a ser cumprida, o órgão executor (BACEN) fica responsável pelo fracasso e o presidente do Banco Central deve encaminhar uma Carta Aberta para o ministro da Fazenda com explicações a respeito e futuras providências para o ajuste da inflação à meta. Existe a preocupação com a transparência do processo assim como o envio das devidas informações ao público, como destaca Carvalho (2000, p.226):

As metas são anunciadas pelo Conselho Monetário Nacional que é presidido pelo Ministro da Fazenda. O índice escolhido foi o IPCA<sup>6</sup>, calculado pelo IBGE. O governo delegou as decisões de política monetária e a responsabilidade pelo cumprimento das metas aos dirigentes do Banco Central (Bacen). Caso a meta não seja atingida, o presidente do Bacen terá que enviar uma carta (que deve ser de conhecimento público) ao Ministro da Fazenda justificando as razões do fracasso. Em tese, o não-cumprimento da meta pode provocar, até mesmo, a demissão do presidente do Bacen e de sua diretoria.

Pela sua responsabilidade e compromisso com a meta estabelecida pelo CMN, o Banco Central do Brasil adota a taxa de juros como meta operacional, sendo que a meta estipulada é a da taxa de juros SELIC que é definida pelo Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil – COPOM.

O COPOM foi instituído em 20 de junho de 1996, com o objetivo de estabelecer as diretrizes da política monetária e definir a meta da taxa de juros. A criação do Comitê buscou propiciar maior transparência e ritual adequado ao processo decisório, a exemplo do que já era adotado pelo *Federal Open Market Committee* (FOMC) do Banco Central dos Estados Unidos e pelo *Central Bank Council* do Banco Central Alemão. (...). A taxa de juros é definida como meta para Taxa SELIC a vigorar no período entre as reuniões do COPOM e, se for o caso, o seu viés de tendência. A Taxa SELIC é a média ajustada dos financiamentos diários

---

<sup>6</sup> O Índice de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA é referente a famílias com rendimentos mensais compreendidos entre 1 e 40 salários mínimos, qualquer que seja a fonte de rendimentos, e residentes nas áreas urbanas do país. O sistema abrange as regiões metropolitanas do Rio de Janeiro, Belém, Fortaleza, Salvador e Curitiba além do Distrito Federal e do município de Goiânia.

apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) para títulos federais (CARVALHO, 2000, p. 124).

A estrutura atual do COPOM é composta por oito membros com direito a voto, mais o voto de qualidade do presidente do Banco Central, sendo que os membros com direito a voto fazem parte da Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil. Nas reuniões, que acontecem mensalmente, também participam os chefes de departamentos do Banco Central, porém sem direito a voto: Departamento Econômico (DEPEC), Departamento de Operações das Reservas Internacionais (DEPIN), Departamento de Operações Bancárias (DEBAN), Departamento de Operações de Mercado Aberto (DEMAB) e o Departamento de Estudos e Pesquisa (DEPEP)<sup>7</sup>. Cabe aos chefes de departamentos expor uma análise de conjuntura para os demais membros, onde devem constar informações a respeito de índices de preços, nível de atratividade, evolução dos agregados monetários, finanças públicas, balanço de pagamentos, ambiente externo, evolução do mercado doméstico de câmbio, operações com as reservas internacionais, estados da liquidez bancária, evolução do mercado monetário, operações de mercado aberto e uma avaliação das tendências da inflação.

Note-se que as decisões do Comitê a respeito da meta da taxa de juros e seu eventual viés depende da conjuntura apresentada pelos chefes de departamentos. Note-se ainda, que entre os pontos relevantes não constam, por exemplo, evolução do produto ou níveis de emprego e renda. Os membros da diretoria colegiada fazem suas ponderações antes da votação, mas procura-se entrar sempre em consenso sobre a nova meta, baseando-se nos pontos acima, apresentados pelos chefes de departamento. Desta forma, quando há a necessidade de reprimir a alta dos preços e evitar o descumprimento da meta de inflação, o COPOM anuncia o aumento da taxa de juros Selic.

Para realizar a política monetária e atingir a meta, o Banco Central do Brasil utiliza-se principalmente de operações de mercado aberto, tendência da maioria dos Bancos Centrais mundiais. Entretanto, o depósito compulsório deve

---

<sup>7</sup> A estrutura do Banco Central do Brasil encontra-se disponível em meio eletrônico: [www.bcb.gov.br/htms/copom](http://www.bcb.gov.br/htms/copom).

ser considerado como parte importante do controle das taxas de juros no país. Apesar disso Banco Central não tem utilizado esse instrumento, devido á grande volatilidade de moeda que este pode causar na economia:

O depósito compulsório regula o multiplicador bancário, imobilizando, de acordo com a taxa de recolhimento de reserva obrigatória fixada pelo CMN<sup>8</sup>, uma parte maior ou menor dos depósitos bancários e os recursos de terceiros que nelas circulem (títulos de cobrança, tributos recolhidos, garantias de operações de crédito), restringindo ou alimentando o processo de expansão dos meios de pagamento (FORTUNA, 2002, p.47).

Após a escolha do regime de política monetária a ser adotado, o Banco Central precisa verificar se as metas intermediárias e operacionais, assim como os instrumentos escolhidos, alcançaram seus objetivos.

Trimestralmente, nos meses de março, junho, setembro e dezembro, são apresentados, para análise, os Relatórios de Inflação, que depois de aprovados são divulgados. Os relatórios de Inflação abordam o desempenho do regime de “metas para inflação”, os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação prospectiva da inflação (CARVALHO, 2000, p.125).

Escolher a taxa de juros Selic como meta operacional, leva a uma correlação inversa inevitável para o Brasil: a escolha entre crescimento ou inflação. Elevar a taxa Selic para reduzir os níveis de preços, reduz também os níveis de investimentos e de consumo. Com a demanda agregada e os investimentos retraídos, os preços encontram maior dificuldade para subir. No entanto, sem aumento de investimento não há crescimento econômico.

### 3.2 O BANCO CENTRAL DOS ESTADOS UNIDOS

A estrutura do Banco Central Americano, conhecida como o *Federal Reserve System* (FED) tem como principal objetivo tornar o Banco Central e a

---

<sup>8</sup> Conselho Monetário Nacional – Órgão responsável pela fixação das diretrizes das políticas monetária, creditícia e cambial do país.

condução da política monetária o mais independente possível e evitar que o governo federal utilize a política monetária em seu favor.

A intenção dos relatores da Lei do Federal Reserve com a estrutura formal do sistema era difundir o poder pelas linhas regionais, entre o setor privado e o governo, entre os banqueiros, homens de negócios e o público. Tal difusão inicial de poder resultou na evolução do sistema do Federal Reserve até incluir as seguintes entidades: Bancos do Federal Reserve, Junta de Diretores do Sistema de Federal Reserve e a Comissão Federal do Mercado Aberto (FOMC – Federal Open Market Committee), o Conselho Consultivo Federal e aproximadamente 400 bancos comerciais associados (MISHKIN, 2000, p. 236).

Essa estrutura composta por um conjunto de doze distritos (bancos distritais), pelo Conselho de Diretores (*Board of Governors*) e pela Comissão Federal de Mercado Aberto (*Federal Open Market Committee* – FOMC) permite a descentralização do poder do governo federal de condução da política monetária.

O conjunto de doze distritos do *Federal Reserve* corresponde a um conjunto de bancos distritais, e podem-se relacionar suas funções à do próprio Banco Central do Brasil no que diz respeito ao controle das carteiras de bancos comerciais. Blanchard (2004, p. 542-543) destaca que “as principais funções desses bancos regionais são gerenciar a compensação de cheques e supervisionar as atividades bancárias e financeiras do distrito”.

O Conselho de Diretores, é formado por sete membros com o presidente do FED e “é responsável pela elaboração da política monetária”. Os diretores são nomeados pelo Presidente da República e passam por aprovação do Senado, para assumir um mandato não-renovável de 14 anos. O presidente do FED também é indicado pelo Presidente da República, mas tem um mandato renovável de quatro anos, sendo que atualmente este cargo cabe ao presidente Alan Greenspan, desde 1987. Note-se que tal estrutura normativa corresponde, não nos mesmos moldes, mas em condições comparativas, ao Conselho Monetário Nacional (CMN) brasileiro. É o Conselho de Diretores que estabelece os objetivos finais que a política monetária deve alcançar.

A característica marcante da situação do Federal Reserve é o considerável grau de independência dado à autoridade formuladora de políticas monetárias. Os mandatos de 14 anos dos membros e o fato de que eles não podem ser substituídos os mantêm isolados do processo político. O presidente do Board of Governors é nomeado para um mandato de quatro anos, não coincidente com o do presidente dos Estados Unidos. Portanto, um novo presidente da República não pode indicar imediatamente seu próprio preferido para presidente do Board of Governors. Os outros membros do FOMC, os presidentes dos bancos regionais, são indicados pelos diretores dos bancos regionais com a aprovação do Board of Governors (FROYEN, 1999, p.511).

A Comissão Federal de Mercado Aberto (FOMC) é o órgão de caráter executivo do FED e pode ser comparado a uma junção do Comitê de Política Monetária Brasileiro (COPOM) e Banco Central do Brasil para mais clara visualização do sistema. O FOMC é composto por doze membros, sendo cinco presidentes dos bancos distritais do FED e sete diretores do Conselho de Diretores. Blanchard (2004, p.543) descreve a estrutura justificando essa composição:

Essa composição baseia-se no princípio de que os presidentes do *Federal Reserve Bank* estão provavelmente mais familiarizados com a situação econômica de seus distritos, e os diretores, mais familiarizados com as tendências nacionais e sua evolução. A principal função dessa comissão é orientar a Mesa de Mercado Aberto, encarregada das operações de mercado aberto – a compra e venda de títulos pelo FED – na cidade de Nova York.

O FOMC é o principal executor das políticas monetárias do *Federal Reserve* e por este motivo lhe cabe definir a taxa de juros ideal para determinado período econômico.

No caso dos EUA, a definição de metas para as taxas de juros dos fundos federais (custo das reservas no mercado interbancário, que serve como taxa básica de juros) é feita pelo Comitê de Mercado Aberto – FOMC (Federal Open Market Committee), formado pelos sete governadores do Conselho dos Governadores do Federal Reserve. (...), para fundamentar a tomada de decisão sobre a taxa básica, é feita uma análise das condições econômicas e monetárias do país e do exterior, de modo a indicar qual política de juros básicos é mais adequada aos objetivos de política econômica (CARVALHO, 2000, p. 125).

As reuniões do FOMC ocorrem aproximadamente a cada seis semanas e, equivalendo-se ao sistema brasileiro, há uma equipe responsável por apresentar os indicadores econômicos relevantes para a tomada de decisão sobre a condução da política monetária:

Para essas reuniões, a equipe do FED prepara previsões e simulações dos efeitos de diferentes políticas monetárias. As previsões mostram o que deverá ocorrer com a economia se a política monetária permanecer inalterada e quais parecem ser as principais fontes de incertezas. As simulações mostram a evolução da economia sob hipóteses alternativas de política monetária (BLANCHARD, 2004, p. 545).

O FOMC atua como órgão de caráter executivo, e adota as taxas de juros de curto prazo como meta intermediária, conhecidas como taxa dos fundos federais, assim como relata Froyen (1999, p. 533): “em 1995, a política monetária havia retornado a uma estratégia de quase completa concentração na taxa de fundos federais”. No entanto, “o FOMC na verdade não realiza aquisições ou venda de títulos financeiros. Em vez disso, emite diretrizes ao *Federal Reserve Bank of New York* (...)” (MISHKIN, 2000, p. 239). O gerente de operações do *Bank of New York* se comunica diariamente com os membros do FOMC, relatando as atividades da mesa de operações. A partir daí, o gerente de operações da Mesa de Mercado Aberto fica responsável pelo cumprimento da meta, e pode solicitar alterações na mesma antes de se completarem seis semanas, ou seja, antes existir uma nova reunião do FOMC:

O gerente concentra-se na taxa de juros do mercado monetário do banco central, o mercado de fundos federais. Nesse mercado, os bancos que estão com excesso de reservas (reservas em quantidade superior a que são obrigados a manter) emprestam por uma noite aos bancos que têm reservas insuficientes. A taxa nesse mercado (*overnight*) é chamada de taxa dos fundos federais. À medida que chegam novas informações indicando, por exemplo, que a economia está mais forte ou mais fraca do que o esperado, o gerente intervém para alterar a taxa dos fundos federais da maneira que achar melhor, até a próxima reunião do FOMC (BLANCHARD, 2004, p. 545).

Nos Estados Unidos, as operações de mercado aberto são a ferramenta mais importante para a operacionalização da política monetária e por este motivo o

FOMC torna-se a instituição mais relevante no direcionamento das políticas monetárias. O *Federal Reserve* utiliza este instrumento de política monetária com maior frequência em relação aos outros instrumentos, conforme descreve Mishkin (2000, p.275):

As operações de mercado aberto são o mais importante instrumento de política monetária porque são os principais determinantes das mudanças nas taxas de juros e, na base monetária, a maior fonte de flutuações na oferta de moeda. (...). Existem dois tipos de operações de mercado aberto: as operações dinâmicas de mercado aberto têm por objetivo mudar o nível de reservas e a base monetária, e as operações defensivas de mercado aberto têm por objetivo compensar os movimentos em outros fatores que afetam as reservas e a base monetária (...). O FED realiza as operações de mercado aberto com bônus do Tesouro dos EUA e dos órgãos governamentais, especialmente letras do Tesouro dos EUA.

Mishkin (2000, p. 239) complementa que “apesar das exigências de reservas e a taxa de desconto não serem realmente determinadas pelo FOMC, é aí que são tomadas as decisões com respeito a esses instrumentos de política econômica”. Nos Estados Unidos, é o *Federal Reserve* quem controla as exigências por reservas, contudo, “o FED tornou-se cada vez mais relutante em utilizar as exigibilidades de reservas como instrumento de política macroeconômica, preferindo, em vez disso, recorrer aos seus outros instrumentos” (BLANCHARD, 2004, p. 544), e “na verdade, as mudanças nas exigências de reservas têm efeitos tão grandes sobre a oferta de moeda que raramente o FED recorre a essa ferramenta para controlá-la” (MISHKIN, 2000, p. 282).

Com relação à taxa de redesconto, verifica-se que o FED procura desencorajar os bancos a utilizar este recurso, contudo, para a política monetária o redesconto tem sua importância na formação de expectativas, como descreve Blanchard (2004, p. 545):

Alterações na taxa de redesconto ainda têm sua importância, mas principalmente como um sinal das intenções do FED. Os mercados financeiros frequentemente interpretam a redução da taxa de redesconto como um sinal de que o FED pretende seguir uma política mais expansionista – que reduzirá as taxas de juros no futuro.

Verifica-se desta forma que o *Federal Reserve System* foi organizado a fim de estabelecer uma estrutura de Banco Central independente. Carvalho (2000, p. 123) conclui que “o pressuposto básico é que o longo mandato dos governadores impede que o governo federal tenha poder sobre a composição do Conselho e sobre suas ações”. Blanchard (2004, p. 543) complementa que a independência do FED chega a um ponto tal, que cabe ao governo e ao congresso apenas reclamar ou questionar a política monetária por ele adotada.

O FED é um dos bancos centrais mais independentes do mundo. A principal alavanca de controle disponível tanto para o presidente da República quanto para o Congresso é a nomeação e confirmação do presidente do FED a cada quatro anos. Mas, durante seus quatro anos de mandato, o presidente do FED tem praticamente toda liberdade para escolher a política monetária que julgar melhor. O orçamento do FED não está sujeito à supervisão do Congresso, de modo que não se pode pressionar o FED com a ameaça de corte de recursos. O presidente do FED deve prestar contas ao Congresso duas vezes por ano para explicar a situação da política monetária. Os congressistas, em geral, criticam as decisões do FED, mas na verdade pouco podem fazer a esse respeito.

Dado tal nível de independência e verificando-se que até mesmo o orçamento é independente, onde “este não recebe verbas do orçamento federal, sendo suas operações financiadas pelo rendimento de ativos pertencentes ao Sistema de Reserva Federal, através de sua carteira de ações e títulos” (CARVALHO, 2000, p.123); é dedutível que a política monetária que será adotada por tal instituição não será voltada para crescimento econômico, mas para controle de preços.

A partir de fevereiro de 1994, após a economia ter retomado um rápido crescimento, o FED começou a elevar a taxa de fundos federais para poder afastar qualquer pressão inflacionária futura, porém com um novo procedimento político. Em vez de manter em segredo a meta de taxa de fundos federais, conforme fizera anteriormente, o FED agora anunciava toda e qualquer mudança na meta de taxa de fundos federais (MISHKIN, 2000, p. 296).

O controle de preços é realmente o objetivo principal do Banco Central americano, e este fenômeno é verificado por vários autores. Schlesinger (*in* MANKIW 2005, p.497) comenta o assunto:

Esse exorcismo considerável do espectro da inflação decorre, em parte, da nova credibilidade do FED: uma crença generalizada de que ele está comprometido com a manutenção dos preços em níveis relativamente baixos e de que sabe como fazer isso.

Por outro lado, há um grande debate entre os economistas norte americanos, se a forma atual da condução da política monetária está correta, no sentido do regime adotado e da transparência demonstrada pelo FED. Bernanke, Mishkin e Posen (*in* MANKIW, 2005, p. 506) comentam que “maiores transparência e responsabilidade manteriam o FED nos trilhos, e um FED mais aberto seria bom para os mercados financeiros e mais condizente com nosso sistema político democrático”. É característica do FED (sob comando atual do presidente Alan Greenspan) a falta de transparência com relação à política monetária que este adota, bem como a falta de clareza sobre o regime ou sistema de política monetária que pretende perseguir.

Alan Greenspan, presidente do FED desde 1987, nunca determinou especificamente uma meta de inflação. Tampouco descreveu as decisões do FED em termos de uma regra de taxa de juros ou em termos de qualquer outra regra. De fato, suas prestações de conta ao Congresso são famosas pela falta de transparência (BLANCHARD, 2004, p.545).

De fato, a falta de transparência sobre a condução da política monetária e as alterações nas taxas de fundos federais para controle da inflação leva os economistas a acreditar que seria mais adequado que o FED estabelecesse explicitamente a política de metas de inflação para sua economia. As atuações do FED, elevando a taxa de juros dos fundos federais para controlar o aumento da inflação, ou ao estabelecer um limite para ela, deixando em segundo plano outros indicadores econômicos como o crescimento, deixa claro que o regime de metas de inflação está sendo perseguido, porém de forma camuflada.

Apenas observando o comportamento do FED já sabemos o bastante. A evidência sugere fortemente que o FED tem de fato uma meta de inflação implícita em torno de 3 por cento. E está claro também que o FED ajusta a taxa dos fundos federais em resposta tanto à taxa de

inflação quanto a desvios do desemprego de sua taxa natural (BLANCHARD, 2004, p.545).

O anúncio aberto da adoção do regime de metas de inflação pelos Estados Unidos pode levar a algumas vantagens. Como o próprio regime estabelece, a transparência e o compromisso público do FED com o controle do nível de preços, levaria a uma melhora nas expectativas do mercado financeiro, já que se tornaria clara a meta de política monetária. Além disso, Bernanke, Mishkin e Posen (*in* MANKIW, 2005, p. 507) colocam que “uma meta de inflação também facilitaria o planejamento das empresas e das famílias”, gerando uma maior certeza financeira em todo o sistema monetário. Complementam ainda que é importante que a decisão da escolha do regime de metas de inflação deve ser feito enquanto Greenspan está no comando:

O FED deveria anunciar sua intenção de estabelecer um sistema mais aberto de política monetária imediatamente, em vez de esperar ser confrontado com decisões políticas difíceis. Um compromisso explícito com as metas de inflação aumentaria as possibilidades de que sejam tomadas decisões corretas e que elas recebam apoio público – seja ou não Alan Greenspan o presidente do FED.

Mesmo sendo inquestionável a competência de Alan Greenspan no sentido de cumprir o compromisso de manter a inflação baixa, muitos economistas acreditam que isso pode ser perigoso. Blanchard (2004, p.546) relata o que é um consenso entre muitos economistas.

Argumentam que não é sábio permitir que a política monetária dependa tanto de uma única pessoa e que o próximo presidente do FED talvez não seja capaz de chegar à mesma combinação de credibilidade e flexibilidade. Argumentam que aperfeiçoamentos na formulação da política podem e devem ser feitos, como a mudança para metas de inflação explícitas e uma discussão clara das regras de taxas de juros.

A política de metas de inflação tem procurado tornar o planejamento da política monetária mais transparente e democrática, ainda assim, torna-se difícil aos dirigentes da política monetária afastar-se do controle de preços e dedicar-se mais ao crescimento econômico. À medida que uma autoridade monetária decide

pela meta de inflação aliada a uma meta operacional de taxa de juros, afasta-se mais e mais da possibilidade de gerar esse crescimento.

### 3.3 O BANCO CENTRAL DO REINO UNIDO

O Banco Central do Reino Unido – *Bank of England* – é conhecido como um dos Bancos Centrais menos independentes da atualidade. Isso se deve principalmente a estrutura pelo qual é formado. No Reino Unido quem decide qual é o regime a ser adotado – que neste caso é o de metas de inflação – e qual é a meta oficial é o Ministro das Finanças (*Chancellor of Exchequer*).

Na Inglaterra ocorre o inverso aos Estados Unidos. O Bank of England é considerado um dos Bancos Centrais com a menor independência do Governo. Apesar de ser o mais antigo Banco Central do mundo, a lei inglesa concedeu ao Governo autoridade estatutária sobre o Bank of England. “Na verdade, o Bank of England só pode fazer recomendações de como a política monetária deveria ser conduzida, uma vez que a decisão de elevar ou reduzir as taxas de juros não está a cargo do diretor do Bank of England, mas sim do Ministro das Finanças” (MISHKIN, 2000, p. 245).

O poder do Ministro das Finanças pode ser comparado ao poder do Conselho Monetário Nacional, no caso brasileiro, contudo, é apenas em uma pessoa que está depositada a decisão sobre qual o regime de política monetária que será seguido.

A decisão do Ministro das Finanças é anunciada ao Comitê de Política Monetária (*Monetary Policy Committee* - MPC), que conduz a política monetária, semelhantemente ao Conselho Monetário Nacional (CMN). O MPC é formado por nove membros, sendo cinco diretores do Banco Central mais quatro indicados pelo Ministro das Finanças, o que demonstra novamente a grande dependência deste Banco Central em relação ao Governo. Ainda, no Reino Unido, o Monetary Policy Committee (MPC) é responsável por fixar a taxa básica de juros – utilizada como meta operacional, a fim de atingir a meta intermediária de inflação definida

pelo Ministro das Finanças, papel representado pelo Comitê de Política Monetária (Copom) brasileiro.

Ao *Bank of England* cabe apenas a sugestão de qual deveria ser a política monetária a ser adotada. Assim como ao Banco Central Brasileiro, cabe também a responsabilidade pelo alcance ou não da meta e seu acompanhamento através de um relatório trimestral, destaca Mishkin (2000, p. 299-300).

O Banco Central do Reino Unido, o Bank of England, não tem autoridade estatutária sobre a política monetária; ele só pode fazer recomendações. Portanto, foi o ministro das Finanças (equivalente ao secretário do Tesouro dos EUA) que anunciou uma meta de inflação à nação em 8 de outubro de 1992. Três semanas depois, ele “convidou” o presidente do Bank of England a iniciar a produção de um relatório de inflação trimestral que registrasse o progresso na aquisição da meta.

Verifica-se que o único objetivo da política monetária inglesa é o controle da inflação, principalmente pela forma como este regime é conduzido naquele país. O Reino Unido utiliza o regime de metas de inflação sobre uma meta ponto de 2,0% ao ano, no período de dois anos, ou seja, sem bandas de variação. É permitida certa flexibilidade de curto prazo referente a desvios inevitáveis, que devem ser, entretanto, momentâneos, a fim de perseguir rigorosamente esta meta estipulada pelo Ministro das Finanças, estabelecida em 10 de dezembro de 2003. A taxa de inflação a ser seguida pelo Banco Central inglês foi estipulada como a variação anual do índice de preços ao consumidor (CPI)<sup>9</sup>, muito semelhante ao IPCA brasileiro.

Para alcançar a meta de inflação, o Banco Central utiliza as taxas de juros como meta operacional. Contudo, a forma e a estrutura da instrumentalização da política monetária no Reino Unido é bastante peculiar. Na Inglaterra, assim como em alguns outros países, não se utiliza mais o recolhimento de compulsórios, sob argumento que esse instrumento de política monetária diminui a competitividade entre os bancos, no entanto, Carvalho (2000, p. 130) destaca: “Note-se, contudo, que a eliminação ou diminuição dos recolhimentos compulsórios (...) pode causar

---

<sup>9</sup> CPI – Consumer Prices Index . A estrutura do Banco Central Inglês, bem como as especificidades sobre a composição de seu índice de inflação encontram-se disponíveis em: [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk).

maior volatilidade da taxa de juros básica, em decorrência de uma maior instabilidade de demanda por reservas”. Por esse motivo, torna-se necessário acompanhar essa redução do compulsório com outras medidas econômicas de controle de reservas.

O controle da taxa de juros no Reino Unido se deve primeiro pelo controle de redescontos de liquidez, e em segundo lugar pelas operações de mercado aberto. Devido à longa história do Banco Central Inglês, a estrutura de redesconto de liquidez ganhou um destaque principal, conforme relata Gudin (1979, p. 236):

Na Inglaterra, os bancos comerciais não redescontam diretamente no Banco Central; quando precisam aumentar as suas disponibilidades, eles só podem contar com seus recursos próprios, seja pela redução da quantidade de aceites ou letras do Tesouro em carteira, seja pela redução das quantias emprestadas aos corretores sobre a forma de “*call money*”, seja pela redução das facilidades de crédito usualmente concedidas.

As variações das taxa de juros estão relacionadas, na Inglaterra, diretamente às oscilações do mercado de crédito interbancário. Quando um banco comercial necessita de recursos deve procurar um banco de desconto. A negociação entre eles é realizada a uma taxa de mercado, sempre menor do que o Banco Central pratica. Com a elevação do número de solicitações de empréstimos, os bancos de desconto precisam recorrer ao Banco Central para adquirir recursos, pagando, porém, uma taxa de juros mais elevada. Ao repassar esses recursos novamente aos bancos comerciais, as taxas de juros de mercado sobem, levando ao objetivo do Banco Central. “Eles pagam a esse Banco uma taxa mais elevada do que aquela que comumente operam, tornando-se assim, o recurso ao Banco da Inglaterra uma operação punitiva” (GUDIN, 1979, p.237).

A estrutura atual do sistema financeiro do Reino Unido evoluiu para a redução dos bancos de desconto para cinco, que passaram a se chamar “*Big Five*”, e que contribuem diretamente com a direção do Banco Central da Inglaterra. Gudin (1979, p. 239) descreve que o sistema financeiro inglês é conhecido pela grande concorrência interbancária que sua estrutura propicia, no entanto, o Banco Central Inglês é um grande dependente do Tesouro.

Seria difícil, senão impossível, a qualquer outro país copiar a organização do Banco da Inglaterra, porque o funcionamento do sistema inglês se baseia na existência de um enorme mercado monetário (...). E é através desse mercado monetário que o Banco da Inglaterra se comunica com os bancos de desconto e controla o crédito na praça de Londres. Nas condições em que a experiência e a tradição o organizaram, o sistema inglês permite, entretanto, um controle mais seguro sobre o volume de crédito (...), ao passo que os bancos da Inglaterra são forçados a operar dentro dos limites de seus recursos próprios, sem contar com a colaboração do Banco da Inglaterra.

Não se podem descartar as operações de mercado aberto que são realizadas pelo Banco Central Inglês para controlar a meta operacional da taxa de juros, Gudin (1979, p. 242) acredita, entretanto, que “a verdadeira arma do Banco da Inglaterra reside na taxa de desconto que afeta não só os bancos como todas as instituições financeiras”, isso porque a taxa de desconto de caráter punitivo no Reino Unido afasta as solicitações de crédito pelos bancos, impondo restrições de crédito ao mercado e dando-lhe total controle sobre as taxas de juros.

A meta inflacionária inglesa estabelecida pelo Ministro das Finanças foi mais uma forma de limitar a condução da política monetária, já que só foi possível implementar esse sistema porque ele realmente conseguiu controlar o nível de preços, e, além disso, o não cumprimento da meta afetaria a credibilidade do Banco Central, obrigando-o a seguir nesse caminho. Além disso, é importante destacar que a única meta a ser seguida é a de inflação e nenhum outro objetivo é estipulado, como cambiais, ou de agregados monetários ou de crescimento do produto, mesmo porque, a estrutura apresentada do sistema financeiro leva a uma facilidade na restrição ao crédito e conseqüente a um arrocho financeiro, procurando evitar a inflação e conseqüentemente fechando o espaço para o crescimento econômico.

#### 4. ANÁLISE COMPARATIVA DA CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA

Após analisar a estrutura dos Bancos Centrais do Brasil, Estados Unidos e Reino Unido, é possível compará-las entre si, assim como verificar se a política monetária adotada condiz com a estrutura de governança da política monetária, “ou seja, o arcabouço institucional no qual a política monetária é realizada” (OREIRO E PASSOS, 2005, p.161). Torna-se possível verificar, da mesma forma, se a estrutura institucional é favorável à cooperação e coordenação dos agentes econômicos, a fim de gerar um bom desempenho econômico.

O Brasil, assim como o Reino Unido, adotam a política de metas de inflação e demonstram que a autoridade monetária é mais dependente do Governo Federal do que nos Estados Unidos. Apesar da dependência, o Reino Unido demonstra uma estrutura de governança da política monetária mais competitiva e aberta do que no Brasil, onde se verifica uma forte elitização da condução da política monetária. Oreiro e Passos (2005, p.158) questionam a forma como a política monetária de metas de inflação vem sendo gerida no caso brasileiro:

A atual estrutura de governança da política monetária brasileira (...) é inadequada para o funcionamento do sistema de metas de inflação. Isto porque, na atual estrutura de governança: (a) não há uma clara separação entre a autoridade responsável pela fixação das metas da política monetária e a autoridade responsável pela obtenção das mesmas; (b) as metas de inflação não refletem adequadamente as “preferências sociais” no que se refere ao “grau de aversão à inflação” e o “grau de aversão social” ao *trade-off* entre inflação e desemprego; e (c) a fixação da taxa de juros pelo Conselho de Política Monetária (copom) é feita com base em expectativas inflacionárias de agentes que não tem poder efetivo de fixação de preços.

Após a exposição das questões a respeito da gestão do sistema de metas inflacionárias no caso brasileiro, faz-se necessária à análise de cada ponto em particular. O primeiro ponto diz respeito a atual estrutura do CMN, Copom e Banco Central. Verifica-se que no caso brasileiro a intervenção estatal se torna facilitada pela estrutura apresentada:

Não há uma clara separação entre a instituição responsável pela fixação das metas inflacionárias e a instituição responsável pela sua obtenção. Isso ocorre porque o Presidente do Banco Central do Brasil tem voz de voto no Conselho Monetário Nacional, que é a instituição responsável pela fixação das metas inflacionárias. Como, nas regras atuais, o Conselho Monetário Nacional é composto por apenas três membros – sendo outros dois o Ministro da Fazenda e o Ministro do Planejamento –, segue-se que a capacidade do Banco Central de influenciar a fixação das metas inflacionárias é bastante elevada (OREIRO E PASSOS, 2005, p. 161).

Sendo esse um dos fatores que levam a perda de credibilidade do Banco Central, Farhi (2004, p. 74) acrescenta que essa intervenção estatal na política monetária pode ser percebida com condutas inesperadas por parte da autoridade monetária o que, considera, causa maior instabilidade econômica:

As autoridades monetárias devem se abster de implementar qualquer política que não se pautar por regras monetárias plenamente conhecidas e antecipadas pelos agentes econômicos, não utilizando, portanto, elementos de surpresa para afetar as variáveis reais da economia. Isso implica que o Banco Central deve ser o mais transparente possível em seus objetivos e política monetária, de forma a afetar as expectativas dos agentes que, não temendo surpresas e acreditando no compromisso assumido pelo BC de conter a inflação, dentro dos parâmetros estabelecidos, se absteriam de elevar os preços. Na ótica dos que defendem essa política monetária, ela será tão mais eficaz quanto maior for a credibilidade do Banco Central e quanto mais independente esse for.

Como já foi destacada anteriormente, a nova teoria institucional, de North, afirma que a instituição é eficaz a medida em que consegue coordenar os benefícios sociais aos benefícios privados. Isso só é possível se a instituição promover coordenação e cooperar com os agentes econômicos. Verifica-se que, a medida que o Banco Central decide unilateralmente pela inflação, incorre custos privados (por parte do setor produtivo), que conseqüentemente leva à desnecessários custos sociais. A questão da independência se torna relevante neste ponto porque levanta-se a hipótese que quanto maior a independência do Banco Central, maior será o grau de atingimento dos interesses dos agentes econômicos. Desta forma supõe-se que a instituição caminha para uma evolução institucional,

na medida em que os agentes econômicos conseguem incrementar a percepção do ambiente no qual realizam seus negócios.

Em comparação com o sistema do FED, as autoridades monetárias brasileiras apresentam vários pontos diferentes que podem ser repensados a fim de que haja uma gestão mais adequada à política monetária. O FED possui uma descentralização do poder capaz de inserir na estrutura de governança da política monetária as necessidades, opiniões e o consenso de toda a sociedade. Isso porque sua estrutura é composta por doze bancos regionais que podem opinar e, além disso, os setes formuladores da política monetária têm um mandato de catorze anos não coincidente com o do presidente. Há uma preocupação com o consenso social e com a condução da política monetária de uma forma responsável, visando durabilidade de longo prazo das medidas adotadas.

No Brasil, entretanto, não se verifica a preocupação com os aspectos sociais e produtivos, principalmente quando o Banco Central adota políticas monetárias restritivas a fim de conter a taxa de inflação esperada sem considerar o impacto que causará nas variáveis reais, como crescimento e emprego, por exemplo. Está implícito que há um compromisso com uma ideologia de inflação baixa, o que torna obscura a compreensão da realidade pelos agentes econômicos, e que faz com que esses aceitem e permitam uma condução de política monetária baseada num arranjo institucional ineficiente. E esse é o segundo aspecto apresentado como deficiência da atual estrutura de governança do sistema de metas de inflação: estrutura atual do Banco Central do Brasil aceita participação das instituições financeiras privadas na condução da política monetária e na definição dos princípios do regime de metas de inflação, mas exclui a participação de outros segmentos representativos da economia brasileira, como relata Farhi (2004, p.73):

Enquanto o Banco Central e os participantes dos mercados financeiros aceitam todas as suas premissas e sua rigidez, apresentando-a como fruto de um consenso e com pouco ou nenhum impacto nas variáveis reais, outros, que incluem representantes do setor produtivo e sindical, além de economistas de diversos matizes, apontam-na como obstáculo de grande monta ao crescimento econômico, seja por causa de sua

incompatibilidade coma estrutura específica da economia nacional seja em razão de seu formato restritivo e de sucessivos erros de gestão.

Oreiro e Passos (2005, p.161) concordam que a atual estrutura de governança da política monetária brasileira não é a estrutura mais adequada para conduzir o sistema de metas de inflação, pois um de seus princípios é a transparência na condução da política monetária:

O processo de fixação das metas inflacionárias no âmbito do Conselho Monetário Nacional não obedece ao requisito de representatividade das preferências sociais por inflação e desemprego que se espera da instituição responsável pela fixação das metas da política monetária. (...) os objetivos desta devem refletir um equilíbrio obtido por consenso entre o “grau de aversão social” à inflação e o “grau de aversão social” às perdas de produção e de emprego decorrentes de toda a política de desinflação. Contudo, na estrutura atual, as metas inflacionarias não refletem um consenso social a respeito da “taxa ótima de inflação” a ser obtida no longo prazo e muito menos, a respeito da velocidade com que essa meta de longo prazo deve ser obtida<sup>10</sup>.

Desta forma, verifica-se que a exclusão das preferências sociais na formulação da política monetária de metas de inflação, ou até na escolha pela adoção de tal sistema deixa a credibilidade do Banco Central vulnerável. Os agentes percebem tal exclusão e alteram suas expectativas de inflação futura. Esse processo cíclico não permite a queda da inflação, ao contrário, faz com que o processo inflacionário se mantenha sempre presente.

A divulgação de atas do Copom gradativamente mais pessimistas certamente influi na deterioração das expectativas dos agentes consultados. Ao tentar elevar sua credibilidade e convencer esses agentes de que leva extremamente a sério a tarefa de manter a estabilidade dos preços, a autoridade monetária obteve um efeito perverso de ao invés de induzir melhoras nas expectativas, provocar o que queria evitar: projeções de inflação persistentemente acima da meta definida (FARHI, 2004, p. 90).

Além de submeter-se aos interesses relativos à manutenção de juros reais altos por parte das instituições financeiras, a autoridade monetária estruturou o

---

<sup>10</sup> Referência à “Taxa de Sacrifício”: vide discussão no tópico 2.2.3.

sistema de metas de inflação de tal forma que “existe pouco espaço para a autoridade monetária acomodar choques de oferta” (OREIRO E PASSOS, 2005, p. 162). Em outras palavras, no Brasil o índice de inflação oficial (IPCA) é cheio, ou seja, todo choque de oferta (por exemplo, variações internacionais do petróleo ou de *commodities*) gera uma ação imediata do Banco Central no sentido de elevar a taxa básica de juros. Nossa política monetária não se baseia no núcleo de inflação, utilizando como parâmetro um índice que inclui variações de preços afetados pela sazonalidade. Nos outros países analisados (Estados Unidos e Reino Unido) o índice de preços ao consumidor (CPI) desconsidera oscilações exógenas e a autoridade monetária admite variações na política monetária no sentido de combater a inflação apenas quando o núcleo de preços é atingido. Isso se dá porque os gestores daquelas políticas monetárias consideram o fato de que crises exógenas são passageiras, e que é possível manter um curto período de inflação, que depois cessará. Consideram também, que a variação da taxa de juros não têm impacto sobre todos os preços da economia, e que por isso, a sua alteração não surte efeito imediato, o que os fazem preferir o curto período de instabilidade inflacionária.

As taxas de juros têm impacto direto apenas sobre a parcela reduzida de preços que não sofre (ou sofre muito pouco) o impacto da desvalorização do real: os preços dos bens não comercializáveis. A elevação da taxa de juros reduz a demanda agregada, à qual os preços dos bens não comercializáveis são extremamente sensíveis e se ajustam através da redução de custos (essencialmente salariais) e de margem de lucros. Esses preços têm menor peso no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA), diante da maior participação dos preços administrados e dos bens comercializáveis. Assim, para cumprir as metas de inflação as taxas de juros tiveram de ser mantidas extremamente altas, de forma a resultar em quedas acentuadas da demanda, para que a queda dos preços não comercializáveis e de parte dos comercializáveis compensasse os reajustes contratuais dos preços administrados e da parcela de bens comercializáveis imune às variações de juros (FARHI, 2004, p.81).

Em outros países que utilizam o sistema de metas de inflação, e neste estudo utiliza-se o caso do Reino Unido a título de comparação, verifica-se que na

implantação do sistema de metas de inflação é concedida à autoridade monetária a possibilidade de utilizar algumas válvulas de escape, ou seja, permitir que em alguns períodos a meta de inflação não seja cumprida quando a inflação provir de fatores exógenos à política monetária. Mendonça (2004, p.349) verifica que no caso brasileiro, esse processo não ocorre:

Os resultados encontrados indicam que a estratégia de metas de inflação, tal como foi introduzida no Brasil (sem cláusula de escape), não se mostrou capaz de se sustentar diante de choques de oferta e da volatilidade da taxa de câmbio. Nesse sentido, é importante que esta âncora nominal sofra as devidas alterações de forma que o Banco Central do Brasil recupere sua reputação no controle da inflação para que possa desenvolver credibilidade.

A terceira problemática apresentada da atual estrutura de governança de política monetária refere-se à formação das expectativas inflacionárias e como a autoridade monetária tem reagido perante elas. Conforme destacam Oreiro e Passos (2005, p. 163), no caso brasileiro “a decisão de fixação da taxa de juros é influenciada por expectativas de inflação que não refletem a percepção dos agentes com efetivo poder de formação de preços a respeito da evolução futura da inflação”.

O Banco Central do Brasil adota o Boletim Focus, uma pesquisa realizada por instituições financeiras privadas para elaborar a meta futura de inflação. Verifica-se que, devido à rigidez do sistema de metas brasileiro e a falta de cláusulas de escape, o Banco Central é obrigado a cumprir metas justas, elevando a taxa de juros. A meta é determinada a partir das expectativas de instituições financeiras, que são as maiores beneficiárias da alta dos juros. É perceptível por esses fatos que a implantação do sistema de metas de inflação no caso brasileiro deu-se de uma forma bastante distorcida da teoria que a apóia. Isto porque o controle das expectativas dos agentes é premissa para o bom funcionamento do regime de metas de inflação. Ora, se há uma exclusão dos agentes formadores de preços na análise das expectativas futuras de inflação, não há um sistema de metas de inflação coerente, visto que foge à teoria básica.

As expectativas dos agentes constituem um ponto central para o regime de metas de inflação. O sucesso das medidas de política monetária é medido, no curto prazo, pela influência que tem sobre tais expectativas. Donde a importância atribuída à apuração dessas expectativas. Mas para isso, o BCB decidiu realizar uma pesquisa, denominada *Focus*, junto a analistas de instituições financeiras e atribuiu essa pesquisa a qualidade de uma *Proxy* das expectativas dos “agentes racionais”. O impacto desse tipo de apuração das expectativas se evidencia no fato de que têm sido raras as vezes em que o Copom toma decisões que contrariem as previsões dos especialistas de bolsas e corretoras (FARHI, 2004, p.87).

A atual estrutura tem levado a uma contínua perda de credibilidade do banco Central do Brasil por parte dos agentes econômicos, devido à política monetária que o Banco Central se propõe a realizar. Isso porque à medida que se verifica que os principais agentes formuladores de preços não são consultados quando a principal meta é manter a estabilidade de preços, torna-se característica a parcialidade das decisões frente à conjuntura econômica.

Outro ponto que deve ser considerado, para que o Banco Central aumente a credibilidade dos agentes em um regime de metas de inflação sério e coerente, é que a formulação das metas no caso brasileiro se dá muito antecipadamente, ou seja, a meta é estabelecida com um ano e meio de antecedência e com base nas expectativas atuais a respeito daquele período.

Um problema a ser corrigido para o atual regime de metas de inflação no Brasil refere-se ao horizonte de tempo para a definição das metas. A ousadia do Banco Central do Brasil em definir as metas de inflação para vários anos representa um risco para a própria sobrevivência desse tipo de âncora nominal. Economias que são muito sensíveis a choques externos, tal como é a economia brasileira, e que, por conseguinte, são muito instáveis, não permitem um planejamento razoável para o comportamento futuro da inflação. Sendo assim, para que haja uma recuperação da credibilidade neste regime monetário e que o objetivo de servir como um guia para a formação de expectativas dos agentes econômicos seja alcançado, não é preciso anunciar metas inflacionárias para vários anos. Um anúncio anual da meta de inflação em comum acordo entre governo e Banco Central do Brasil representaria um aumento de qualidade para a definição da meta, pois seria possível analisar as condições da economia e projetá-las para um período menor (MENDONÇA, 2004, p. 349-350).

Após estar constatado que o sistema de metas de inflação no Brasil consiste em um processo elitizado, verifica-se também, que o crescimento econômico não

está entre os principais objetivos do Banco Central brasileiro. Este fato, contudo, é também observável em outros países que utilizam o sistema de metas de inflação. Nos países observados por Mishkin (2000, p. 300), as metas inflacionárias têm apresentado reações adversas com relação ao crescimento econômico:

Primeiro, conforme indicam as situações na Nova Zelândia e no Canadá, as metas de inflação não têm podido produzir uma queda na inflação sem um declínio significativo da produção e uma elevação do nível de desemprego. Esperava-se que as metas de inflação levariam a uma deflação a um custo mais baixo, mas isso não ocorreu. Em segundo lugar, as metas de inflação até agora funcionaram bem no sentido de manter a inflação em níveis moderados. Uma vantagem importante das metas de inflação é que elas mentem o objetivo de estabilidade de preços aos olhos do público, tornando, por conseguinte o banco central mais responsável por manter a inflação baixa, o que pode também ajudar a reduzir as pressões políticas sobre o banco central no sentido de buscar uma política monetária inflacionária.

A credibilidade alcançada em outros países pelos Bancos Centrais se dá pelo compromisso em manter a inflação baixa. No Brasil, entretanto, mostrou-se que este aspecto é relevante, e que precisa de uma reformulação. É importante identificar antecipadamente os limites de desemprego e desaceleração econômica que os agentes econômicos estão dispostos a aceitar. A condução da política monetária para o alcance da meta de inflação a qualquer preço é condenada por Mendonça (2004, p. 350):

A necessidade de um aumento da taxa de juros para fazer com que as expectativas converjam para a meta anunciada tende a provocar uma combinação de elevação da dívida pública com desaceleração da atividade econômica que pode colocar em risco a estabilidade macroeconômica. Portanto, o problema da credibilidade do Banco Central não se concentra no regime utilizado, mas na forma como as metas são definidas em termos de sua magnitude e de seu horizonte temporal.

Apresentada a problemática da condução da política monetária no caso brasileiro, esclarece-se que o regime de metas de inflação não necessita ser substituído e sim, a atual estrutura de governança da política monetária precisa ser

reformulada. O sistema de metas de inflação já possui a clara meta de estabilidade de preços, porém, é possível conciliá-la a metas de crescimento econômico, já que é exposta a vontade dos agentes econômicos nesse sentido. Procedendo-se isso, haverá maior cooperação dos agentes econômicos na governança da política monetária, o que leva a um aumento da credibilidade dos agentes, bem como uma maior eficácia da política monetária, no sentido de que esta consiga alcançar objetivos econômicos associados a benefícios sociais, desencadeando um desempenho econômico positivo.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

A discussão sobre o controle dos índices de inflação ou estímulo ao crescimento econômico está associada à questão da eficácia das instituições monetárias do Brasil. Nesse sentido é fundamental, para aprimorar a governança de nossa política monetária, a reflexão sobre as possíveis alterações nas instituições de política monetária. A idéia de que a política monetária pouco, ou nada pode influenciar no longo prazo e que seus efeitos econômicos são passageiros justifica a escolha da estabilidade de preços e o abandono do crescimento econômico pelos condutores das políticas monetárias. Argumenta-se a esse favor que a estabilidade de preços é um ponto básico para que haja crescimento econômico no longo prazo, e por isso os Bancos Centrais preocupam-se em controlar, em primeira instância, os níveis de inflação.

A atual estrutura dos Bancos Centrais evoluiu, por exigência da sociedade, no sentido de se promover uma gestão eficiente da política monetária, o que os levou a crescente independência como melhor forma de salvaguardar a credibilidade da política monetária. A adoção do Regime de Metas de Inflação pelo Brasil e pela Inglaterra é um ponto forte nessa defesa à condução transparente da política monetária. O que ocorre, entretanto, é que esses dois países apresentam estruturas mais dependentes ao Governo Federal. Esse fato prejudica, no caso brasileiro, a relação entre condução da política monetária e o modelo democrático que o país consolidou. À medida que as opiniões dos formuladores da política monetária não abrangem todos os interesses da sociedade, tal como ocorre na elaboração do Boletim Focus, por exemplo, caracteriza-se a ineficácia da gestão da política monetária, bem como justifica o seu mau desempenho frente aos países analisados.

No Brasil isso ocorre porque o poder de decisão sobre a política monetária a ser adotada está muito concentrado. O Conselho Monetário Nacional possui poucos membros, sendo que o principal voto pertence a um ministro do Governo. É o Governo quem indica os membros do CMN, do Copom e o Presidente do

Banco Central e essa centralização facilita uma condução elitizada da política monetária. Nos departamentos do Banco Central não se trata de assuntos como nível de emprego e renda, crescimento da economia, desenvolvimento industrial e regional, etc. Tais departamentos, que são responsáveis pela descrição da conjuntura econômica para os integrantes do CMN e ao Copom, fixam como pontos de discussão da pauta do Copom itens como: índices de preços, nível de atratividade, evolução dos agregados monetários, finanças públicas, balanço de pagamentos, ambiente externo, evolução do mercado doméstico de câmbio, operações com as reservas internacionais, estados da liquidez bancária, evolução do mercado monetário, operações de mercado aberto e uma avaliação das tendências da inflação. Há, além disso, um departamento específico relativo a assuntos bancários (DEBAN), o que é mais um sinal da forte “financeirização” da condução da política monetária.

Associado ao problema institucional encontrado na governança da política monetária brasileira, faz-se necessária a apresentação de algumas propostas. Um exemplo é a forma de governança da política monetária adotada nos Estados Unidos, onde o FED é representado por vários bancos regionais que visam uma maior representatividade democrática entre o setor privado e o governo, entre os banqueiros, os homens de negócio e o público. Verifica-se uma maior abertura na condução da política monetária. Outro aspecto positivo do arranjo institucional que compõe o FED é a sua preocupação com a economia no longo prazo à medida que mantém mandatos de 14 anos para os condutores da política monetária. Além do exemplo americano, o estudo comparativo verifica que o caso do Reino Unido (que utiliza o sistema de metas de inflação assim como o Brasil) consegue absorver melhor os choques de oferta que venham a ocorrer na economia porque estruturou o sistema de metas inflacionárias com cláusulas de escape, de tal forma que permite ao Banco Central o não cumprimento temporário da meta estipulada pela autoridade monetária e, além disso, porque os índices utilizados para o monitoramento das metas são determinados com base no núcleo de inflação, eliminando variações sazonais.

O objetivo principal do presente estudo que é analisar a eficácia da condução da política monetária do Brasil em comparação ao Reino Unido e Estados Unidos verifica que não é possível considerar que a governança da política monetária brasileira tem sido eficaz, pois possui uma estrutura que beneficia o setor financeiro e os detentores de títulos públicos, excluindo as opiniões e interesses da indústria, do comércio e do setor de serviços não financeiros.

Verifica-se que para que o sistema de metas de inflação volte a adquirir credibilidade por parte dos agentes econômicos, devem-se proceder algumas alterações. A atual estrutura de governança da política monetária deve caminhar para uma maior independência do Banco Central, no sentido de procurar desvencilhar a política monetária dos ministérios a fim de evitar eventuais conflitos de interesse no sentido de conduzir a política monetária em conjunto com a política fiscal. Aumentar a quantidade de componentes no CMN, principalmente incluindo representantes dos agentes formuladores de preços (como por exemplo, federações de indústrias e comércio, representantes sindicais, etc.) assim como incluir as expectativas desses agentes tornou-se imprescindível. Uma alternativa a ser considerada pelo Banco Central é a criação de um departamento para pesquisa das expectativas dos agentes formuladores de preços, já que nenhum dos departamentos atuais possui essa característica. Além disso, verifica-se que o índice de preços oficial não é satisfatório para a condução da política monetária pelo sistema de metas de inflação no caso do Brasil. Considera-se que o índice de preços oficial deva ser menos vulnerável a choques de oferta e concentrar-se mais nos efeitos internos de alteração de preços, que realmente serão percebidos pelos consumidores. Por fim, verifica-se que é necessário considerar as expectativas dos agentes formuladores de preços a respeito de variáveis reais como desemprego e crescimento econômico. Se a política monetária quer alcançar credibilidade, a gestão da política monetária no caso brasileiro deve se concentrar em alcançar os objetivos que são de consenso social. É importante verificar os pontos positivos apresentados pelos outros países

estudados a fim de difundir o poder de escolha entre os vários setores da economia e tornar a política monetária coerentemente e democraticamente eficaz.

## REFERÊNCIAS

ANDREZO, Andréa F., LIMA, Iran S. **Mercado Financeiro: Aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Pioneira Thompson, 1999.

BERNIER, Bernard. **O Pensamento Econômico Contemporâneo**. Lisboa: Instituto Piaget, 2001.

BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia**. 3 ed. São Paulo: Prentice Hall, 2004.

BLEJER, Mario I.; LEONE, Alfredo M.; RABANAL, Pau; SCHWARTZ, Gerd. **"Inflation Target in the Context of IMF-Supported Adjustment Programs"**, International Monetary Fund Working Paper Número 01/31, Março 2001.

CARVALHO, Fernando Cardim de (et all). **Economia Monetária e Financeira; teoria e prática**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

COSTA, Fernando Nogueira da. **Economia Monetária e Financeira: uma abordagem pluralista**. São Paulo: Makron Books, 1999.

FARHI, Maryse. Metas de Inflação e o Medo de Crescer. **Política Econômica em Foco**, São Paulo, n. 4, p. 73-91, mai.-out. 2004.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 15 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

FRAGA, A; GOLDFAJN, I. Política Monetária no Brasil. **Valor Econômico**, São Paulo, 06 nov 2002. Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/?BCIMP20021106>. Acesso em 09/09/2004.

FRAGA, Armínio; GOLDFAJN, Ilan; MINELLA, André: "Inflation Targeting in Emerging Market Economies", **Working Paper Series Número 76 - Banco Central do Brasil**, Junho 2003.

FROYEN, Richard T. **Macroeconomia**. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 1999.

FUSFELD, Daniel R. **A Era do Economista**. São Paulo: Saraiva, 2001.

GUDIN, Eugênio. **Princípios de Economia Monetária**. 9.ed. Rio de Janeiro: Agir, 1979.

MANKIW, N. Gregory. **Princípios de Macroeconomia**. São Paulo: Pioneira Thompson Learning, 2005.

MENDONÇA, Helder F. Mensurando a Credibilidade do regime de Metas Inflacionárias no Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.24, n.3, p. 244-350, jul.- set. 2004.

Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão: Notícias. Disponível em: [http://www.planejamento.gov.br/noticias/conteúdo/noticias\\_2003](http://www.planejamento.gov.br/noticias/conteúdo/noticias_2003). Acesso em 09/09/2004.

MISHKIN, Frederic S. **Moedas, Bancos e Mercados Financeiros**. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

Monetary Policy in the UK: The Current Inflation Target. Disponível em: <http://www.bankofengland.co.uk>. Acesso em 11/05/2005.

OREIRO, José L., PASSOS, Marcelo. A Governança da Política Monetária Brasileira: Análise e Proposta de Mudança. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v.33, n.1, p.157-168, jun.2005.

Programação monetária 2004, 06, 2004. DEPEC. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em 10/09/2004.

STIGLITZ, Joseph E., GEENWALD, Bruce. **Rumo a um novo paradigma**. São Paulo: Francis, 2004.

TEIXEIRA, Ernani. **Economia Monetária: a macroeconomia no contexto monetário**. São Paulo: Saraiva, 2002.

WALSH, Carl. **Monetary Theory and Policy**. 2. ed. Cambridge: Massachussets, 2003.