

# Credibilidade da Política Monetária e Reputação dos Dirigentes do Banco Central: A Abordagem Neoclássica

Fernando Ribeiro\*

## Resumo

O presente trabalho explora o tema relativo à credibilidade e reputação dos dirigentes do Banco Central, apresentando as reflexões da economia neoclássica a respeito do tema proposto.

O artigo inicia com a problematização do papel da moeda nas concepções smithiana, marxiana e keynesiana no sistema capitalista de produção de valores de troca. Segue-se, a partir da constatação de que variações no esoque de moeda promovem influências sobre as flutuações das variáveis reais da economia, com a apresentação da inconsistência de planos ótimos de política monetária. Feito isso, mostra-se a justificativa neoclássica que enxerga a constituição de regras à gestão de política monetária como preferível à adoção de política monetárias descricionárias. Por fim alinhamos as conclusões.

**Palavras chave:** Política Monetária, Regras, Descrição, economia neoclássica.

## Abstract

The article analyses the credibility and reputation of the Central Bank's policy makers by presenting the neoclassical economics approach to this matter.

After the introduction, the article deals with the theme by presenting the role of the currency in the capitalist system according to the views of Adam Smith, Karl Marx and John Keynes. The article goes on assuming the impacts of the currency over real economics variables and showing the inconsistency of optimum plans of the monetary policy. In doing so, the study presents the neoclassical justifications for adopting rules instead of discretionary monetary policies.

Finally, the article presents its conclusions

**Key Worlds:** Monetary Policy, Rules, Discretion, Neoclassical Economics.

\*Mestre em Economia Política pela PUC/SP e Professor Adjunto Universidade Paulista-UNIP

# INTRODUÇÃO

**L**evou mais de um século para que o *main stream* do pensamento econômico imputasse à moeda mais do que a tarefa de servir como um véu das trocas. De fato, a prevalência da Lei de Say reproduziu, no plano teórico, a contínua convergência entre poupança e investimento a uma dada taxa de juros. Esta circunstância garante a plena realização dos valores de troca.

A permanência da obra de Ricardo como referência para a economia política clássica (Princípios de Economia Política e Tributação de 1817) de certa forma deslocou as suspeitas de Malthus em relação à validade da lei do economista francês. Assim, apenas no *Capital*, meio século após a publicação dos princípios de Economia Política e Tributação, emerge a possibilidade da moeda como reserva de valor. As formas de reprodução do capital, ademais, apontavam para a possibilidade da não realização da mais valia.

A ocorrência do equilíbrio *ex-post* entre poupança e investimento em um ponto aquém do pleno emprego resulta também da compreensão do capitalismo como uma forma de integração econômica monetária. Diante da incerteza inerente a essa economia monetária, a moeda como reserva de valor viabiliza crises de realização.

Os efeitos do antigo véu das trocas sobre variáveis reais começaram a ser levados em conta pela economia convencional a partir de síntese de Hicks. Todavia, ainda assim, a moeda influencia nas variáveis reais apenas no curto prazo.

A economia neoclássica aborda os efeitos da política monetária, e portanto da gestão da moeda, segundo os preceitos de busca do ótimo de Pareto. Argumenta-se que a eficácia da política monetária está ligada ao grau de credibilidade da Autoridade Monetária. Isso representa a implementação de regras para a política monetária no lugar de uma gestão discricionária, desde logo altamente susceptível aos desejos de expansão do emprego às custas da estabilidade monetária (Curva de Phillips).

Assim, o texto detalha a concepção da economia neoclássica acerca da gestão da política monetária. Para tanto, a segunda seção apresenta uma breve digressão da moeda no pensamento econômico no que se refere às suas funções e as imbricações dessas funções com a concepção sobre a economia capitalista. Após essa digressão teórica abordamos as contribuições da economia neoclássica sobre o tema proposto

nas seções três e quatro onde analisamos, respectivamente, os critérios para a eficácia da política monetária e a eficácia da utilização de regras ante a política monetária discricionária. Na quinta seção alinhamos as conclusões.

## **2. A Moeda - de meio de troca à reserva de valor**

A economia capitalista, fundada na divisão social do trabalho e na mercantilização das relações sociais, necessita de um instrumento que viabilize a realização contínua dos valores de troca. Tal instrumento, cuja criação é social e histórica, é a moeda. Desse ponto de vista estrito a moeda operaria tão somente como meio de troca.

Uma vez que a divisão do trabalho implica a especialização da produção dos valores de uso, o mercado atua como entidade social responsável pela satisfação das demais necessidades das pessoas por meio das trocas. Entretanto, dado o processo inflacionário característico da idade moderna, oriundo da expansão monetária vinculada ao aumento da oferta de metais preciosos e, além disso, dada a disposição dos Estados Nacionais promoverem divergências entre os valores nominais das moedas cunhadas e suas reais propriedades metálicas, Adam Smith talvez não tenha contemplado a possibilidade da moeda atuar como reserva de valor (SMITH, 1933). Posteriormente Ricardo qualificaria a adoção por parte de Smith do trigo e da remuneração do trabalho como medidas invariáveis de valor (RICARDO, 1983)

A possibilidade de a moeda encerrar a função de reserva de valor foi levantada por Marx na segunda metade do século XIX. Sua análise da moeda está centrada no terceiro capítulo do livro primeiro d' O Capital, de 1867. Além de meio de troca, a expansão das atividades de crédito imprimia à moeda a função de meio de pagamento, ou seja, a capacidade de saldar passivos diferidos no tempo. Porém, mais importante, há a referência à moeda como reserva de valor, assim:

*“Não são idênticas as condições da exploração imediata e as da realização dessa exploração. Diferem no tempo e no espaço e ainda em sua natureza. As primeiras têm por limite apenas a força produtiva da sociedade, e as últimas, a proporcionalidade entre os diferentes ramos e o poder de consumo da sociedade” (MARX, 1983: 221).*

A tradição clássica persistiu na compreensão da moeda como meio de troca, uma vez que a taxa de juros regularia o equilíbrio entre as quantidades monetárias ofertadas por agentes superavitários e a quantidade demandada de meio de troca relativa aos agentes deficitários. Tal mecanismo fundamenta-se na impossibilidade de crises crônicas e continuadas de realização dos valores de troca. Refere-se portanto à Lei de Say.

Uma vez mais, contudo, Marx, na esteira das suspeitas levantadas por Malthus, indicou que a realização da parcela do valor de troca relativa à mais valia não possuía contrapartida imediata na esfera da circulação das mercadorias. O capital variável, dada a Lei Férrea dos Salários, realizar-se-ia continuamente e, o valor do capital constante (fixo ou circulante) também se realizaria por meio das transações entre as unidades produtivas relativas ao próprio processo de produção.

A possibilidade de se incompatibilizar os montantes de moeda relativos aos esforços de poupança da sociedade com as demandas por moeda oriundas das decisões de ampliação do estoque de capital foi tratada por Keynes como hipótese explicativa para a recessão de 1929-36 que obscureceu as expectativas relativas ao funcionamento equilibrado do sistema capitalista. A desigualdade entre os montantes monetários poupados e os montantes monetários direcionados ao financiamento dos investimentos repousa na função da moeda como reserva de valor. Propunha-se, portanto, uma importante ruptura dentro da tradição clássica.

A compreensão de que o sistema capitalista de produção de riquezas é um sistema monetário e que a moeda pode protagonizar crises de realização dos valores de troca permitiu incluir a moeda como objeto de análise em suas interações com as variáveis reais da economia, em especial com o nível de emprego.

Em que pese as reflexões keynesianas sobre o caráter monetário da economia capitalista, a tradição clássica jamais perdeu seus afiliados. Assim, a reformulação do modelo de Keynes por Hicks na segunda metade da década de trinta, na elaboração do modelo IS-LM, reformulação que define uma síntese, denominada de neoclássica, coloca a moeda como uma variável nominal que atua sobre as variáveis reais da economia tão somente no curto prazo. O nível potencial do produto nacional permanece dado pelas condições de produtividade dos fatores de produção (capital, trabalho, recursos naturais e, mais recentemente, capital humano).

Uma vez que a oferta monetária promove impactos sobre os níveis das variáveis reais da economia, qual a gestão da oferta monetária mais adequada à promoção dos níveis ótimos de Pareto, à promoção da estabilidade monetária, à promoção da maximização do nível de emprego e de produto da economia?

No que segue procuramos mostrar o que algumas reflexões contemporâneas da economia neoclássica vêm propondo no que tange à gestão da oferta monetária. Inicialmente apresentamos as justificativas relativas à compreensão de que as políticas monetárias discricionárias não promovem níveis ótimos de maximização

do bem-estar social mesmo que sejam consistentes. Seguimos o texto mostrando a justificativa para que a política monetária seja efetuada por meio de regras em lugar da possibilidade de atitudes descritivas. Por fim, são apresentadas algumas conclusões.

### **3. Políticas monetárias consistentes e inconsistentes**

A adoção de decisões de política monetária por meio das técnicas de controle ótimo é dada por meio da avaliação da situação corrente da economia. Além disso, as decisões futuras serão tomadas de acordo com os mesmos critérios utilizados correntemente. Tal procedimento, contudo, mostra-se falho para a apreensão e aplicação no que tange ao planejamento de política econômica em economias dinâmicas (KYDLAND e PRESCOTT, 1994).

Supõe-se que a adoção de políticas monetárias descritivas não resulta em maximização de uma função objetiva social. Assim, melhor do que a adoção de políticas discricionárias, se a política monetária fundamentar-se “(...) em alguma regra de política, a performance econômica pode ser aprimorada” (KYDLAND e PRESCOTT, 1994: 35).

A justificativa para tal colocação é dada pelo fato de que, em sistemas dinâmicos, as expectativas relativas ao futuro não são dadas de maneira adaptativa, ou seja, com base somente em eventos passados e correntes. “As decisões correntes dos agentes econômicos dependem em parte de suas expectativas relativas a políticas adotadas futuramente” (KYDLAND e PRESCOTT, 1994: 35).

Essas colocações não implicam que os agentes possuam um conhecimento acurado e perfeito de como serão adotadas as decisões de política monetária no futuro. Basta que possuam algum conhecimento relativo a esse procedimento.

Como consequência dessas hipóteses tem-se que uma política consistente é definida como uma política que maximiza uma função objetiva social uma vez que os procedimentos de escolha das políticas a serem adotadas são semelhantes ao procedimento efetuado em momentos anteriores (KYDLAND e PRESCOTT, 1994: 37).

Portanto, dado:

$$\pi = (\pi_1, \pi_2, \dots, \pi_t)$$

e

$$\pi = (\pi_1, \pi_2, \dots, \pi_t)$$

onde  $\pi$  representa um conjunto de políticas adotadas em cada momento  $T$  e  $x$  é a seqüência de decisões econômicas tomadas pelos agentes, dadas as políticas adotadas, tem-se uma função objetiva social dada por:

$$S(x_1, \dots, x_t, \pi_1, \dots, \pi_t)$$

Demonstra-se a inconsistência da política adotada discricionariamente por meio da adoção de um exemplo com 2 períodos, passível de extrapolação para um horizonte infinito.

Assim, se

$$S(x_1, x_2, \pi_1, \pi_2)$$

é a função objetiva social a ser maximizada dada a restrição

$$x_1 = X_1(\pi_1, \pi_2)$$

e

$$x_2 = X_2(x_1, \pi_1, \pi_2)$$

A política  $\pi_2$  será consistente se maximizar  $S$  dadas a política  $\pi_1$ , as seqüências  $X_1$  e a restrição de  $X_2$ . Assim, os efeitos da política  $\pi_2$  sobre a função  $X_1$  bem como os efeitos de variações em  $x_1$  sobre a função objetiva social devem ser nulos. Também os efeitos de  $\pi_2$  sobre a função objetiva social, seja diretamente, seja por meio de  $X_2$ , devem ser nulos afim de que se consiga uma condição de primeira ordem semelhante a abaixo exposta:

$$\frac{\delta S}{\delta x_2} \cdot \frac{\delta X_2}{\delta \pi_2} + \frac{\delta S}{\delta \pi_2} + \frac{\delta X_1}{\delta \pi_2} \left[ \frac{\delta S}{\delta x_1} + \frac{\delta S}{\delta x_2} \cdot \frac{\delta X_2}{\delta x_1} \right] = 0$$

Logo, embora a política  $\pi_2$  seja consistente as condições para que ela maximize S mostram-se ineficientes, pois a eficiência implicaria a ausência de impactos de  $\pi_2$  seja sobre as seqüências de ações dos agentes relativas à  $\pi_2$  seja em relação à própria função objetiva social (KYDLAND e PRESCOTT, 1994: 37-8).

A consequência desse modelo sobre a gestão da demanda agregada é a ocorrência de taxas de inflação elevadas concomitantes à taxas de desemprego acima da taxa natural. Logo, “(...) a política de manter a estabilidade dos preços é preferível.” (KYDLAND e PRESCOTT, 1994: 39).

Uma vez mais, o argumento reside na formação das expectativas relativas à taxa de inflação prevista. A sustentação de que essas expectativas fundamentam-se em critérios adaptativos é fragilizada pela argumentação de que quaisquer mudanças na gestão da política econômica, dada a partir de variações nas percepções sociais sobre os custos da taxa de inflação, atuam de forma imediata sobre as expectativas dos agentes (BARRO, 1994).

## 4. REGRAS E DISCRIÇÃO

A abordagem neoclássica advoga a prevalência de regras de política monetária sobre a atuação discricionária da Autoridade Monetária. Sustenta-se que num regime discricionário o Banco Central pode promover choques inflacionários por meio da expansão da oferta monetária. A promoção desses choques inflacionários é motivada pelos benefícios ligados à divergência entre a taxa de inflação esperada pelos agentes e a taxa de inflação efetivamente realizada pela Autoridade Monetária (BARRO e GORDON, 1994 e FRIEDMAN, 1968).

Os benefícios dessa discrepância repousam, em primeiro lugar, nos efeitos dessa divergência sobre a taxa de desemprego. Nesse sentido, a Autoridade Monetária pode vislumbrar a possibilidade de redução da taxa de desemprego por meio de uma política monetária expansionista (BARRO, 1994).

Um segundo benefício vinculado à divergência entre as taxas de inflação esperada

e corrente refere-se ao financiamento do déficit público por meio da senhoriagem. Nesse caso, uma elevação da taxa de inflação em relação à taxa esperada reduz os encaixes monetários reais dos agentes implicando a possibilidade do governo expandir a oferta monetária (BARRO, 1994).

Todavia, esses aspectos positivos da “surpresa inflacionária” não podem se realizar continuamente uma vez que os agentes econômicos tendem a ajustar suas expectativas relativas às taxas de inflação futura a partir dos padrões de decisão econômica demonstrados pelo Banco Central no passado e correntemente, o que possibilita uma indução da função objetiva social que a Autoridade Monetária tenta maximizar.

Assim, “(...) as taxas de inflação e de crescimento monetário de equilíbrio podem ser reduzidas por meio de mudanças nas instituições monetárias que permitem a discricção para instituições que se pautem em regras” (BARRO e GORDON, 1994: 106).

Entretanto, mesmo a adoção de instituições monetárias pautadas em regras de condução da política monetária, pode ser fragilizadas mediante os efeitos positivos das divergências entre as taxas de inflação esperada e a taxa de inflação corrente. Porém, uma vez que a política monetária remete a um contínuo jogo interativo entre a Autoridade Monetária e que os agentes econômicos atuam de maneira racional, surgem forças reputacionais que minimizam a possibilidade de choques inflacionários promovidos pelo Banco Central.

## **5. CONCLUSÕES**

A tradição neoclássica mantém a condição de meio de troca da moeda no longo prazo mas admite que, no curto prazo a moeda pode influenciar a taxa natural de desemprego.

Dessa forma, instituí-se a questão da gestão da oferta monetária. Emerge como conduta adequada da Autoridade Monetária a adoção de regras para a condução da política monetária, uma vez que, num modelo de dois períodos uma política monetária discricionária não maximiza a função objetiva social, estando aquém o ótimo de Pareto.



## **6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

- BARRO, R.. Reputation in a model of monetary policy with incomplete information. In: PERSON, T. and TABELLIN, G (orgs). Monetary and fiscal policy. v. 1. Cambridge (Mass.): MIT Press, 1994.
- BARRO, R. and GORDON, D. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. In: PERSON, T. and TABELLIN, G (orgs). Monetary and fiscal policy. v. 1. Cambridge (Mass.): MIT Press, 1994.
- FRIEDMAN, M.. The hole of monetary policy. In: American Economic Review. March. (Pp. 1-17), 1968.
- KYDLAND, F. and PRESCOTT, E. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. In: PERSON, T. and TABELLIN, G (orgs). Monetary and fiscal policy. v. 1. Cambridge (Mass.): MIT Press, 1994.
- MARX, K. O Capital. São Paulo: Editora Abril Cultural, 1983.
- RICARDO, D. Princípios de Economia Política e Tributação. São Paulo: Editora Abril Cultural, 1983.
- SMITH, A. Investigação sobre as causas e a natureza da riqueza das nações. São Paulo: Editora Abril Cultural, 1983.