



Política econômica em curto prazo: variáveis-instrumentos e variáveis-metas

Fernando Nogueira da Costa
Professor do IE-UNICAMP
<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/>



Estrutura da apresentação

Consistência Teórica dos Instrumentos

Regras e Ações Discricionárias



Consistência Teórica dos Instrumentos

Exame dos dois instrumentos de política de controle da demanda agregada (política fiscal e política monetária), dois regimes de câmbio (estabilizado e flexível) e quatro graus de mobilidade de capital

No nível mais elevado de abstração, estão as teorias puras que revelam *a consistência no uso dos instrumentos de política econômica.*

No nível intermediário, o analista deve *reincorporar todos os conflitos de interesse antes abstraídos.*

No nível mais baixo de abstração, quando (e onde) há *a necessidade de se contextualizar, ou seja, datar e localizar os eventos, que se capta os imperativos de dada conjuntura na prática da arte de tomadas de decisões práticas.*

Neste âmbito dos conflitos sociais e políticos entre interesses antagônicos, via eleições democráticas, que se estabelece **a definição do regime macroeconômico.**

Define-se, então, para determinado mandato, qual será **a característica estrutural do planejamento do desenvolvimento em longo prazo, condicionante do manejo dos diversos instrumentos das políticas públicas.**

A partir daqueles **pré-requisitos teóricos**, é neste **plano mais concreto** que se demonstra *a arte, a sensibilidade ou a habilidade no uso dos instrumentos de política econômica em curto prazo.*

“Trindade Impossível”

Não é possível conciliar:

plena abertura comercial e financeira

regulação via política monetária

taxa de câmbio estabilizada

Os responsáveis pela política econômica *não poderão alcançar, simultaneamente, esses três objetivos.*

Ou se restringe a mobilidade de capital

Ou aceita a taxa de juros interna acompanhar a taxa de juros internacional

Ou se adota o regime de câmbio flutuante

Regimes Monetário-Cambiais

Bretton Woods
($\bar{e} + M^s_{cp} + K^-$)

Currency Board
($\bar{e} + K^0 \Rightarrow M^s^0$)

Câmbio Flutuante
($M^s^- + K^0 \Rightarrow e^0$)

combinação ótima de políticas econômicas com e

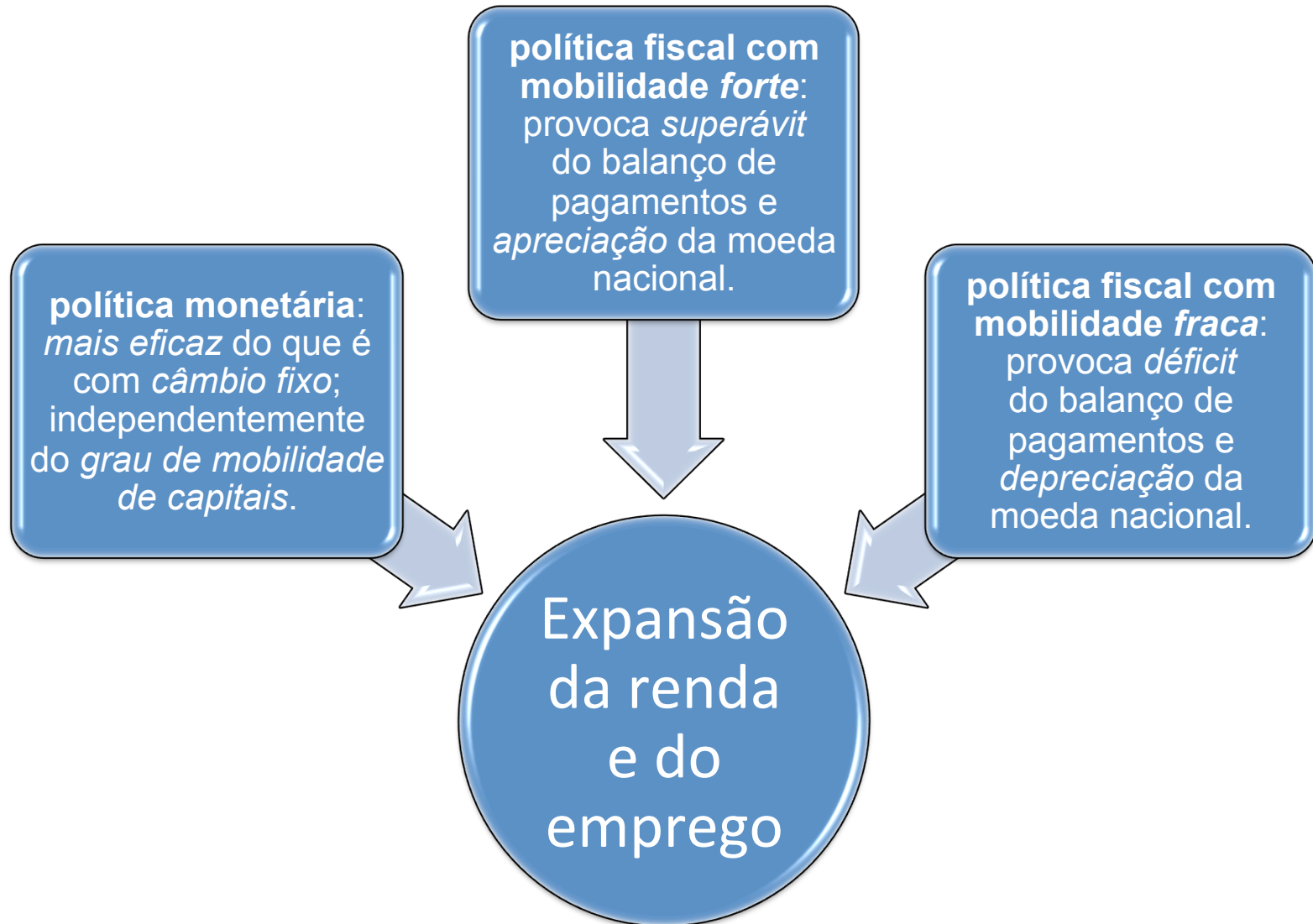
Mobilidade de Capital Fraca

política *fiscal expansionista* +
política *monetária contracionista*
(em simultâneo,
antes do $BP < 0$):
 $\Delta G \Rightarrow BTC < 0$ vs.
 $\nabla M^s \Rightarrow BCA > 0$
 $\therefore K^{*o}$ fraca: $\Delta G + \nabla M^s$
 $\Rightarrow \Delta i$

política *fiscal expansionista* +
política *monetária expansionista*
(simultaneamente) \Rightarrow
(1º.) limitar alta de i ;
(2º.) evitar $BP > 0$
 $\therefore K^{*o}$ forte: $\Delta G + \Delta M^s$
 $\Rightarrow \nabla i$

Mobilidade de Capital Forte

políticas com câmbio flexível e controles relativos de capital



Modelo IS-LM

- **MODELO IS-LM:**
mostra as **condições de equilíbrio interno** (*sem inflação e desemprego*), em **economia fechada**, através da interação entre:
 - o *setor real*
(**IS**: *mercado de bens*) e
 - o *setor monetário*
(**LM**: *mercado monetário*).
- **IS para direita** =
 $f(\Delta Y) =$
 $f(\Delta C, \Delta I, \Delta G, \Delta [X-M])$
- **IS para esquerda** =
 $f(\text{causas simétricas:}$
 $\nabla Y / P, \Delta T, \nabla e_r)$
- **LM** = $f(M^s = M^d)$
- $M^s = f(AM)$
- $M^d = f(i^\circ, Y^d)$

Equilíbrio do Balanço de Pagamentos

- Em **economia aberta**, há mais uma condição de equilíbrio: **o equilíbrio externo e/ou do balanço de pagamentos** (representada pela curva BP) = f(1. não há entradas nem saídas líquidas de divisas; 2. o *mercado de câmbio* está em equilíbrio):
BP = BTC + BCA = 0
- para dadas *taxa de juros internacional i^** e *taxa de câmbio real e_r* , **o equilíbrio do BP** é determinado por uma combinação de Y e i.
- **BTC = f(Y°)**
- **BCA = f(i°)**

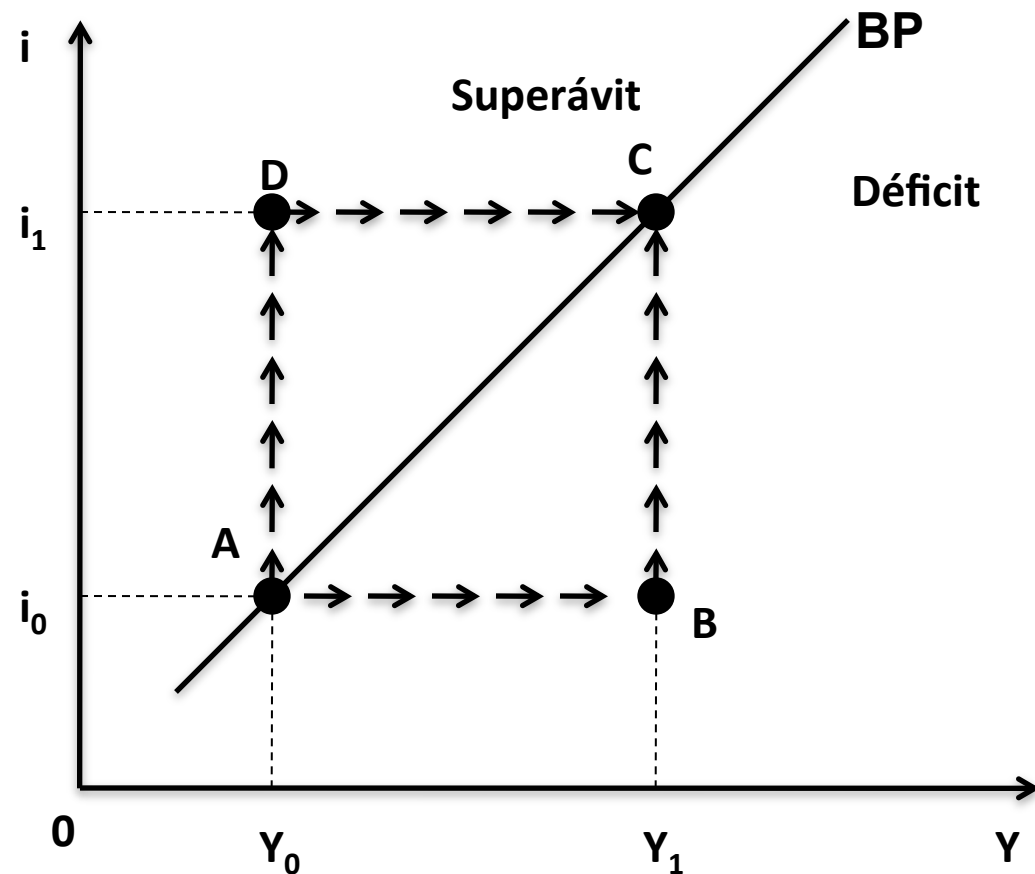
Pontos de Desequilíbrio Externo

➤ à esquerda de BP =>

1. i elevada ($i_n > i_0$), para dada Y_0 => entradas líquidas de capitais => *superávit de BCA*;
 2. Y fraca ($Y_0 < Y_n$), para dada i_0 => importações fracas => *superávit no BTC*.
- 1 + 2 => ***superávit do BP.***

➤ à direita de BP =>

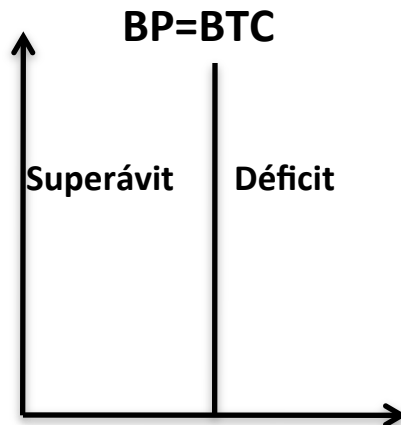
1. a taxa de juros e as entradas de capital são muito fracas e/ou
 2. a renda e as importações são muito fortes para equilibrar BP
- => ***déficit do BP.***



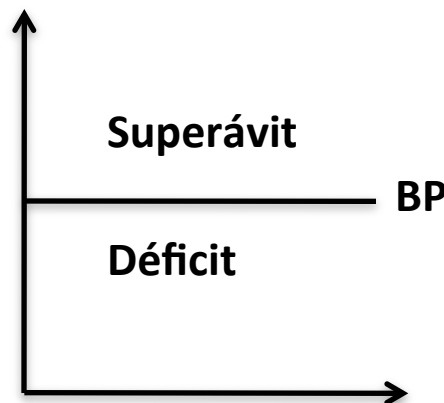
Grau de mobilidade de capitais

- A **inclinação de BP** é completamente determinada por dois indicadores de *abertura externa* da economia:
 1. o de **abertura comercial**;
 2. o de **abertura financeira**, que determina o *grau de mobilidade dos capitais*.

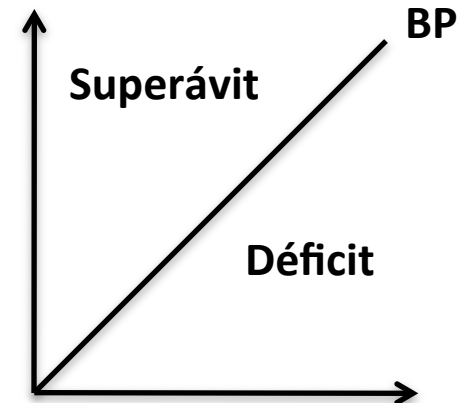
Ausência de movimento de capitais



Perfeita mobilidade de capitais



Mobilidade imperfeita de capitais

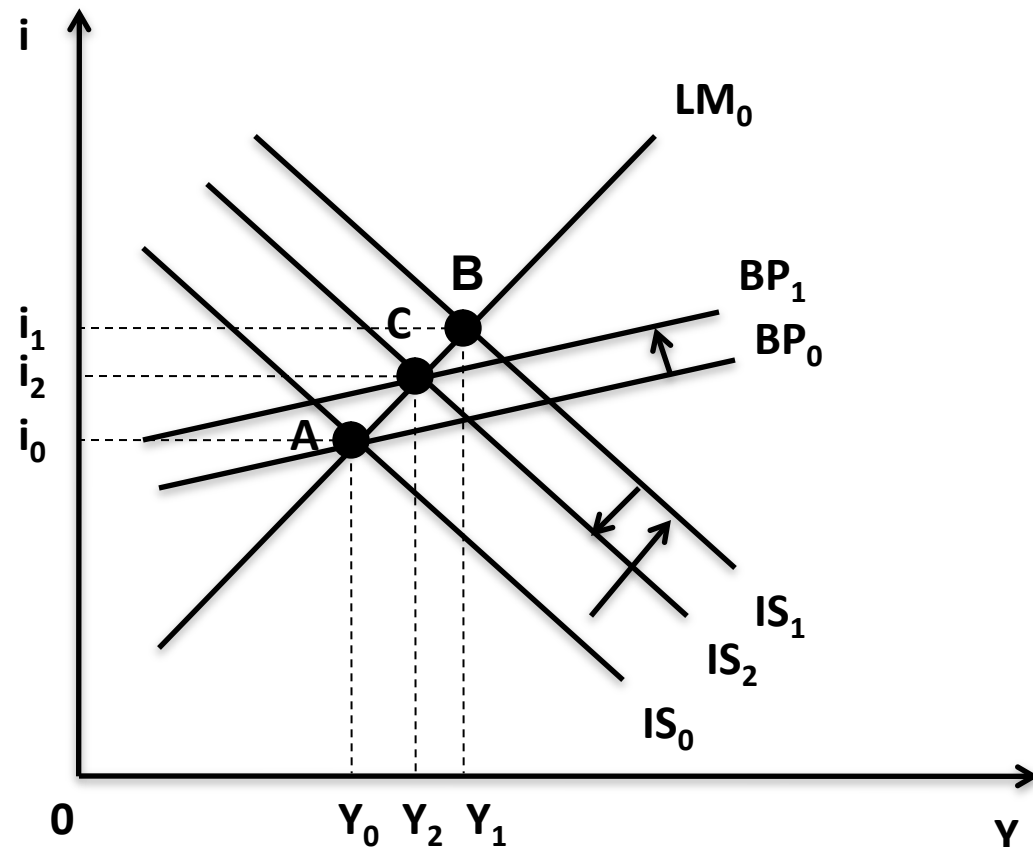


Interpretação da posição de BP

- **A posição de BP** depende de:
 1. demanda estrangeira (Y^*)
 2. taxa de câmbio real ($e_r = e P^* / P$)
 3. taxa de juros internacional (i^*)
 4. taxa de câmbio antecipada (\hat{e})
- **DESLOCAMENTO DA BP PARA A ESQUERDA** = f(se uma das *variáveis citadas* aumenta a taxa de juros i , qualquer que seja o dado nível de Y)
- **DESLOCAMENTO DE BP PARA A DIREITA** = f(se abaixa a taxa de juros por *causas simétricas*)

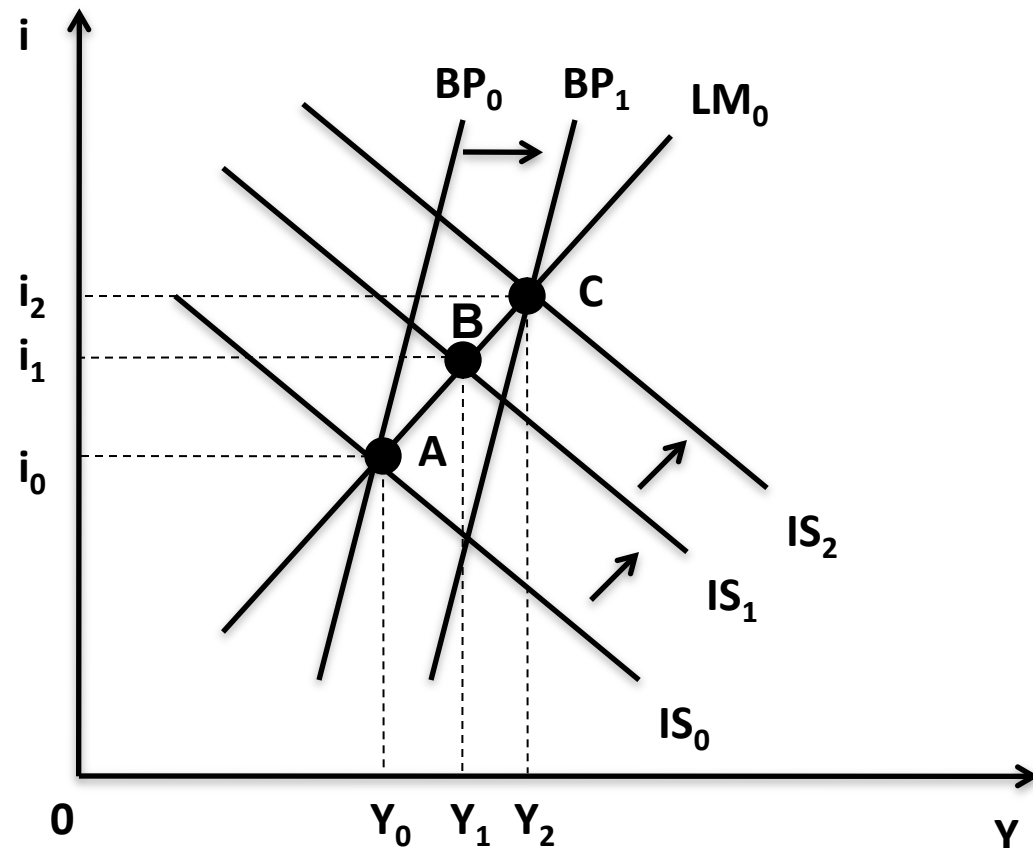
Mobilidade de Capital Relativamente Forte: expansão fiscal (ΔG) com regime de câmbio flexível (e°)

- $IS_0 \rightarrow IS_1$ (para a direita)
 \therefore equilíbrio temporário em Y_1 :
B
- $Y_0 \rightarrow Y_1 \Rightarrow \nabla (X - \Delta M) \Rightarrow$
BTC < 0 versus $\Delta M^d \Rightarrow \Delta i$
 $\therefore i_1 > i^* \Rightarrow$ **BCA** > 0
 (ΔK) predomina \therefore **BP** > 0
 $\Rightarrow \nabla e$ (apreciação imediata)
 $\Rightarrow \nabla e_r \Rightarrow$ **BP**₀ \rightarrow **BP**₁
 (para a esquerda)
 $+ \nabla (X - M) \Rightarrow$ **IS**₂ \rightarrow **IS**₁
 (para a esquerda)
- \therefore política fiscal menos eficaz
 (equilíbrio em Y_2 : **C**) \Rightarrow
 ΔN menor ($Y_2 < Y_1$)
- Hipótese: $Y_1 = Y_{pe}$



Mobilidade de Capital Relativamente Fraca: expansão fiscal (ΔG) com regime de câmbio flexível (e°)

- $IS_0 \rightarrow IS_1$ (para a direita)
 \therefore equilíbrio temporário em Y_1 :
B
- $Y_0 \rightarrow Y_1 \Rightarrow \nabla (X - \Delta M) \Rightarrow$
BTC < 0 versus $\Delta M^d \Rightarrow \Delta i$
 $\therefore i_1 > i^* \Rightarrow \mathbf{BCA > 0}$
 (ΔK) não predomina
 $\therefore \mathbf{BP < 0} \Rightarrow \Delta e$
 (depreciação imediata) $\Rightarrow \Delta e_r$
 $\Rightarrow \mathbf{BP_0 \rightarrow BP_1}$
 (para a direita) +
 $\Delta (X - M) \Rightarrow \mathbf{IS_1 \rightarrow IS_2}$
 (para a direita)
- \therefore política fiscal eficaz
 (novo equilíbrio em Y_2 : **C**)
 $\Rightarrow \Delta N$
- Hipótese: $Y_2 = Y_{pe}$



Mobilidade Imperfeita de Capital:

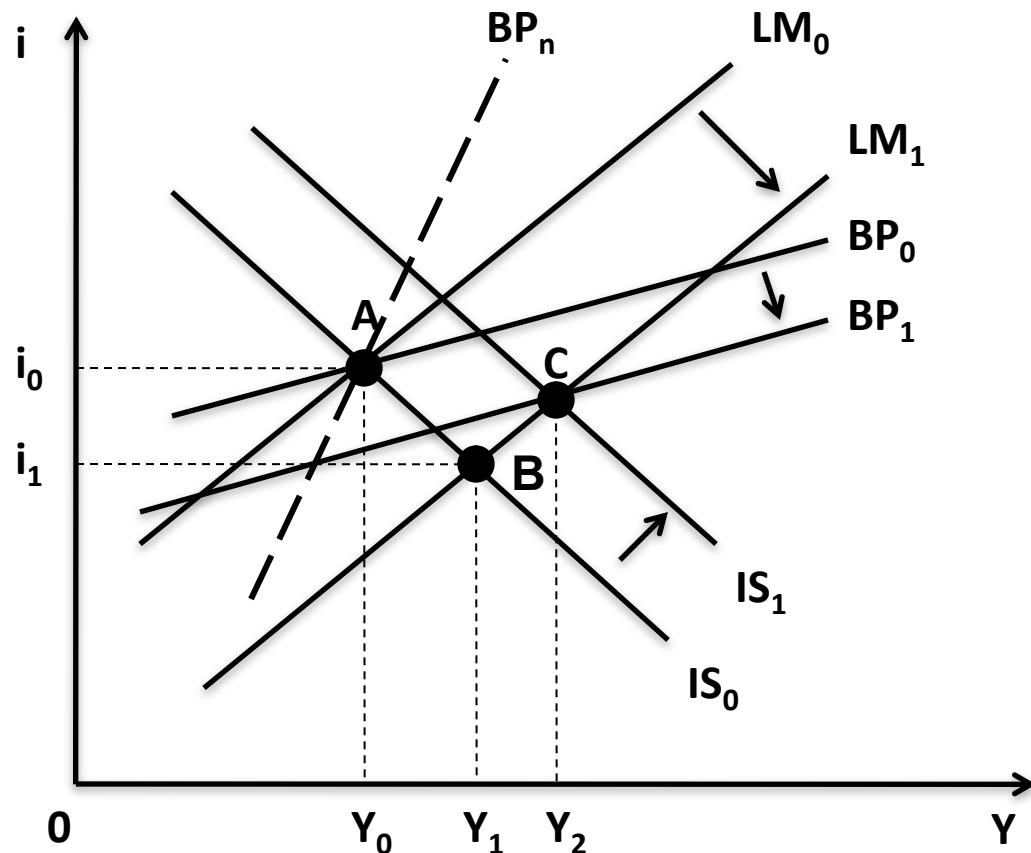
expansão monetária (ΔM^s) com regime de câmbio flexível (e°)

- $LM_0 \rightarrow LM_1$ (para a direita)
 \therefore equilíbrio temporário em Y_1 :
B

- $Y_0 \rightarrow Y_1$
 $\Rightarrow \nabla (X - \Delta M)$
 $\Rightarrow BTC < 0 + \Delta M^s > \Delta M^d$
 $\Rightarrow \nabla i \therefore i_1 < i^* \Rightarrow \nabla K$
 $\Rightarrow BCA < 0$
 $\therefore BP < 0 \Rightarrow \Delta e$ (depreciação imediata) $\Rightarrow \Delta e_r \Rightarrow BP = 0$
 $+ \Delta (X - M) \Rightarrow IS_0 \rightarrow IS_1$
 (para a direita)

- \therefore política monetária eficaz (novo equilíbrio em Y_2 : **C**)
 $\Rightarrow \Delta N$

- Obs.: mesmo raciocínio com **Mobilidade Fraca** – BP_n à esquerda de LM



políticas com câmbio flexível e controles relativos de capital

$e^{\circ} + \Delta M^s$:
qualquer que seja a inclinação de BP, os *efeitos de propagação* da expansão monetária acabam reforçando o *efeito multiplicador* inicial.

$e^{\circ} + \Delta G$:
ao contrário do \bar{e} , a **forte mobilidade** de K limita os efeitos da política fiscal = $f(\nabla e \text{ freia atividade das empresas exportadoras e das empresas competidoras com importações})$

$e^{\circ} + \Delta G$: com **fraca mobilidade** de K, o efeito expansionista da política fiscal (ΔG), *reforçado pela depreciação da moeda nacional* (Δe), estimula exportações e desestimula importações.



Regras e Ações Discricionárias

Metas para **Variáveis-Resultantes**
(inflação, emprego e balanço de pagamentos) e
Ações Discricionárias sobre **Variáveis-Instrumentos**



Política Econômica em Curto Prazo baseadas em Regras para Variáveis-metas e Variáveis-instrumentos

Taxa de Inflação

2002: 12,53%

Taxa de Juros

2002: 25%

2009: 8,65%

Taxa de Câmbio

2002: R\$ 3,53

2009: R\$ 1,74

Dívida Interna / PIB

2002: 60,6%

Carga Tributária/PIB

2002: 32,0%

2007: 33,9%

Superávit Primário/PIB

2002: 3,2%

2007: 3,4%

Dívida Externa / PIB

2002: 45,9%

Superávit Comercial

2002: US\$ 13 bi

2007: US\$ 40 bi

Transações Correntes

2002: (US\$ 7,6 bi)

2007: US\$ 3,6 bi

Taxa Desemprego

2002 – 10,5%

Crescimento Crédito

2002: 10,7%

2007: 27,3%

Crédito Total

2002: R\$ 384 bi

2007: R\$ 936 bi

Crescimento Real PIB

2002: 1,9% / 2007: 6,1%

2007: 4,46%

2007: 45,1%

2007: 15,1%

2007: 9,3%

OBS: Se $\Delta G \Rightarrow \Delta TDPF \Rightarrow \Delta i$

Risco Brasil

2002: 1.439

2009: 196

Dívida Externa Total/ Exportações

2002: 3,2 / 2008: 1,1

Reservas Internacionais

2002: US\$ 16,3 bi (s/FMI)

2009: US\$ 239 bi

Índice Bovespa

2002: 11.268

2009: 68.588

Índice de Popularidade:
Recorde Histórico!

As regras que tem como meta **colocar variáveis-instrumentos da política em certo patamar** – *preços básicos como juro e câmbio* –, devem evitar **terapia de choque** que provocam súbitas *variações de preços relativos*.

Seria sucesso irrelevante para o alcance dos resultados desejáveis para **variáveis-meta** como inflação, desemprego, balanço de pagamentos, devido a *desvios advindos dos choques* nos comportamentos regulares dos agentes econômicos.

As regras para as **variáveis-meta** levam a *melhores resultados*, em princípio, mas sua **implementação gradualista** exige cautela: *tateio em busca do equilíbrio geral (interno e externo)*.

Regra

adoção de política de atingir certa **taxa de crescimento estável em agregado monetário**

não perturbar o livre funcionamento das forças de mercado.

Ação Discricionária

adoção de **atitude passiva quanto à oferta de moeda endógena**

rígida fiscalização administrativa, controles financeiros seletivos e/ou regulação macroprudencial sobre a atuação dos bancos.

sem abruptas oscilações na política

a Autoridade Monetária
falha em não tolerar
o diferimento entre:

as **suas ações** =
f(condições presentes) e
os **efeitos subsequentes**
(no futuro indeterminado)
sobre a economia.

persistência na manutenção da meta

sem contrair ou expandir
a oferta de moeda

a não ser acompanhando
*o crescimento do produto
real.*

Friedman: regra para uso do *instrumento* de controle monetário geral.

RMI: regra baseada em *resultados (metas)* = f(uso discricionário do instrumento taxa de juros).

**Friedman versus
Regime de Meta
de Inflação**

Manipulação da taxa de juros
= f(discernimento da diretoria do Banco Central).

Regra torna-se, atualmente, um objetivo em longo prazo, cujo sucesso no alcance implica em liberdade de ação no curto prazo.

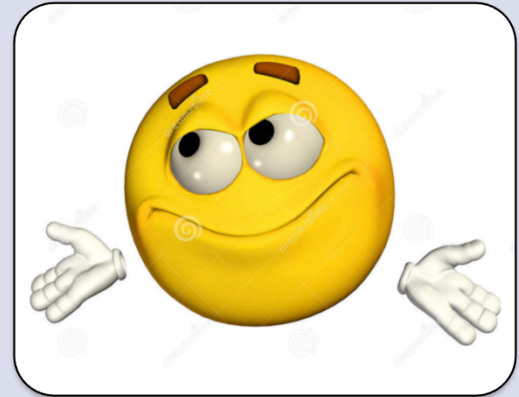
Receita de política monetária



**atitude
acomodatícia**
quanto à
*oferta
monetária
endógena.*



**rígido controle
institucional
e/ou
fiscalização
administrativa**
sobre
*a atuação dos
bancos.*



**O papel
primário para
a política
monetária**
é promover
*a estabilidade
do mercado
financeiro.*

Política monetária alternativa ao controle monetário geral, usando controles financeiros seletivos, sob critério de prioridade setorial, para influenciar a alocação do crédito, entre outros instrumentos:

a proposta de reserva dual, parte em *depósito compulsório*, parte em *crédito seletivo*;

a proposta de reserva suplementar, na qual se obriga a reter certa proporção das reservas sob forma de *títulos de desenvolvimento econômico*;

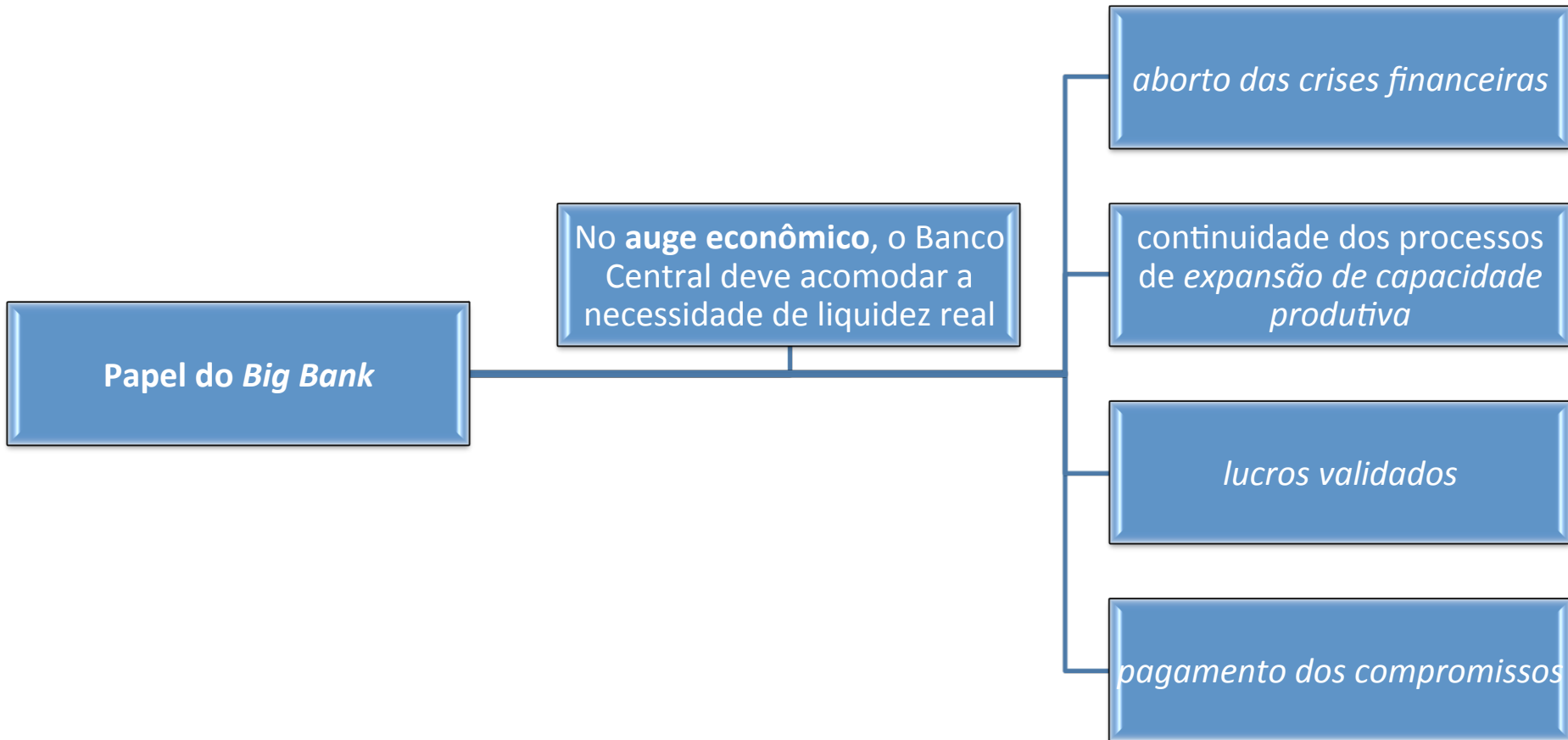
a proposta de reserva de ativo, que desloca a exigência de reserva do *lado passivo* para o *lado ativo* do balanço, através de *regulação da carteira de empréstimos*.

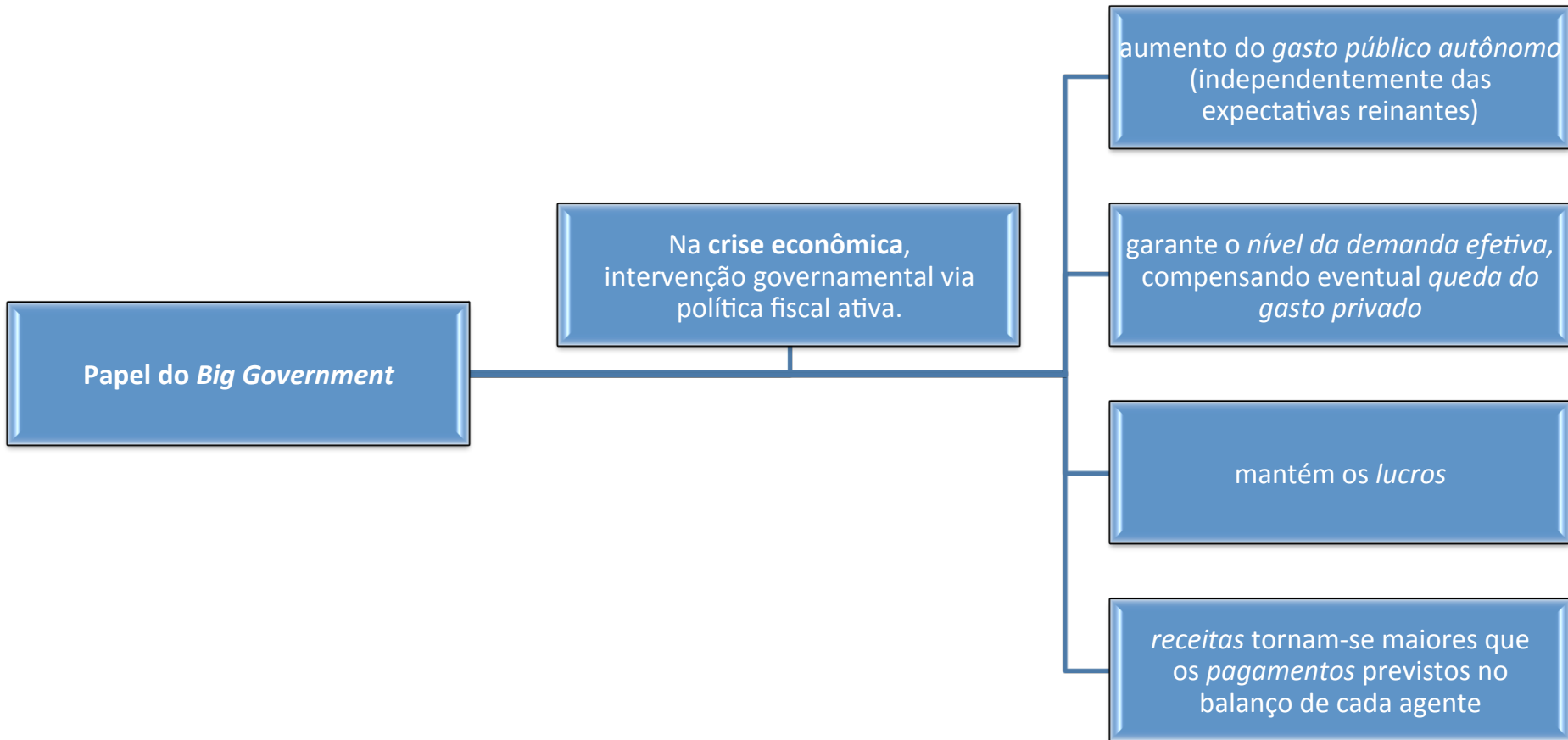
A “caixa de ferramentas” da política econômica inclui as políticas fiscal e monetária, mas o papel do Banco Central vai além da visão estrita de perseguir um único objetivo, *a meta de inflação*, com somente um instrumento, *a taxa básica de juros*.

Inclui também a **acumulação de reservas**, as **medidas macroprudenciais** (requerimentos de capital contra excesso de alavancagem financeira, provisões dinâmicas, razão ajustável e anticíclica entre crédito e colateral, etc.) e o **controle de capital**.

A **estabilidade financeira** figura lado a lado com o **controle da inflação** e a **expansão do emprego** como objetivo primordial da *atuação mais proativa* dos Bancos Centrais.

monitoramento microprudencial (fiscalização individual das instituições financeiras) + **emprestador de última instância** em caso de uma crise sistêmica + **regulação macroprudencial**







fercos@eco.unicamp.br

**[http://fernandonogueiracosta.
wordpress.com/](http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/)**