



# **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 $e$

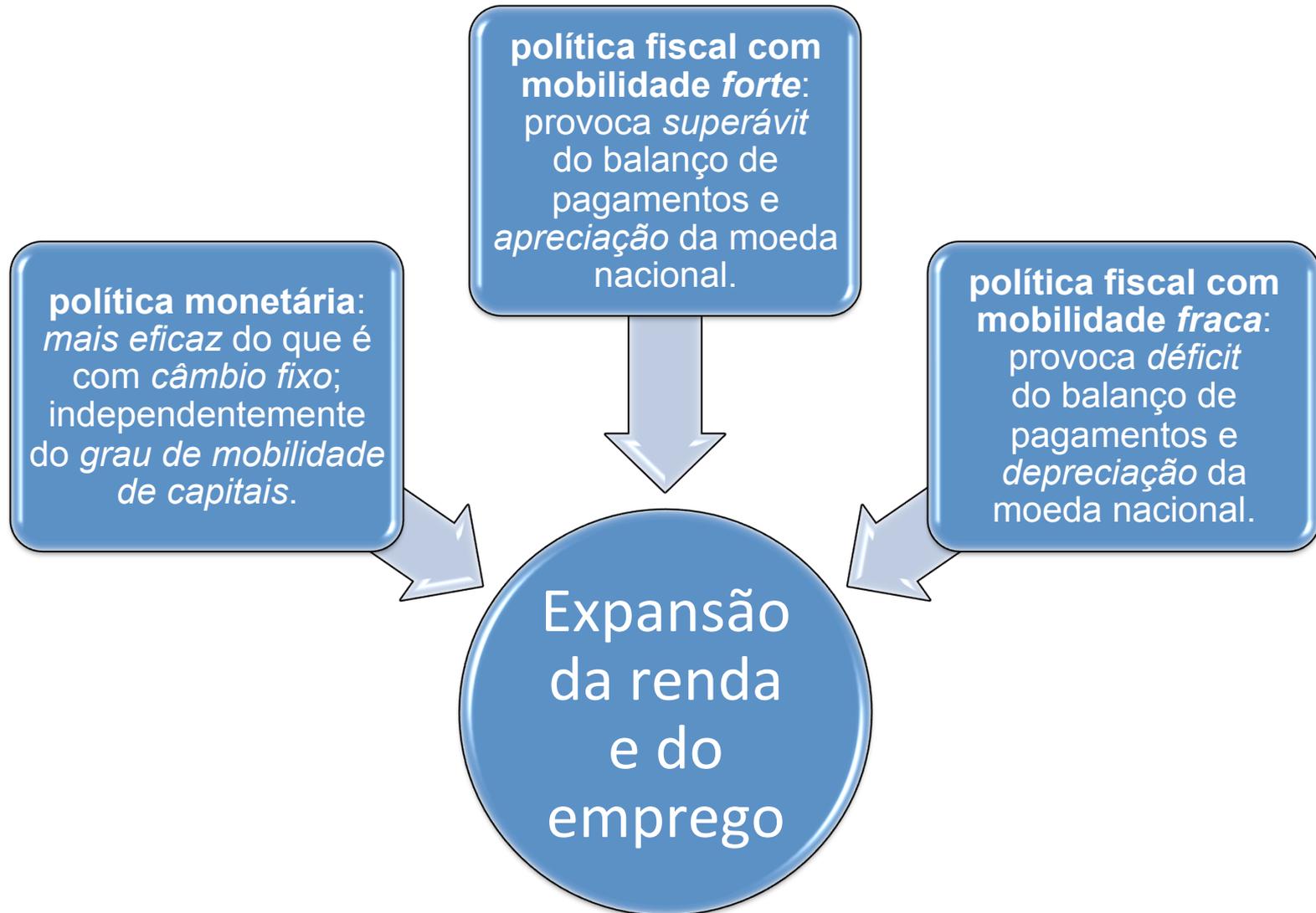
Mobilidade de Capital Fraca

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** =  $f(M^s = M^d)$
- $M^s = f(AM)$
- $M^d = f(i^o, Y^d)$

# 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(  $Y^\circ$  )**
- **BCA = f(  $i^\circ$  )**

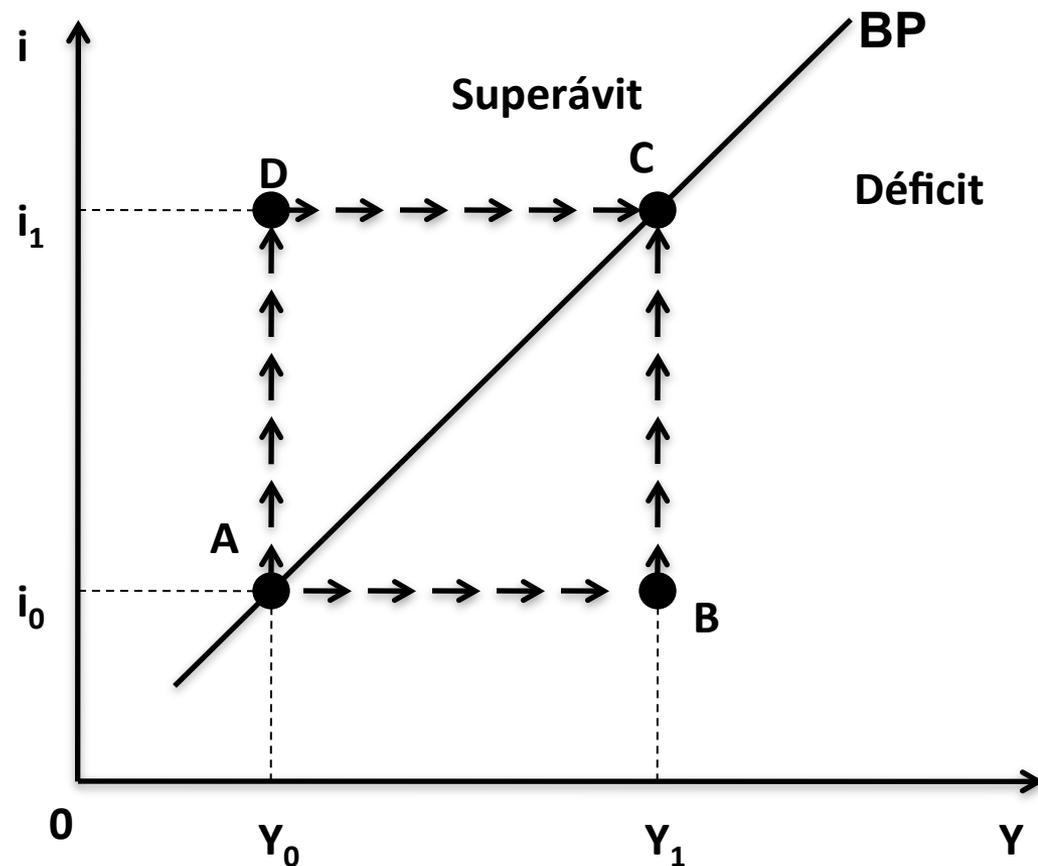
➤ **à esquerda de BP =>**

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***.

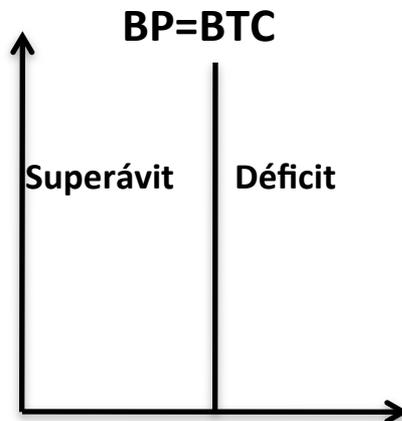
# Pontos de Desequilíbrio Externo



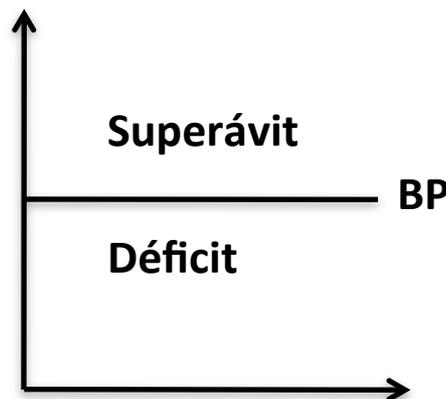
# Grau de mobilidade de capitais

- 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*.

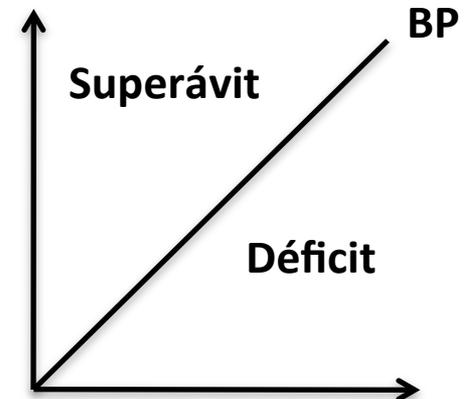
Ausência de movimento de capitais



Perfeita mobilidade de capitais



Mobilidade imperfeita de capitais

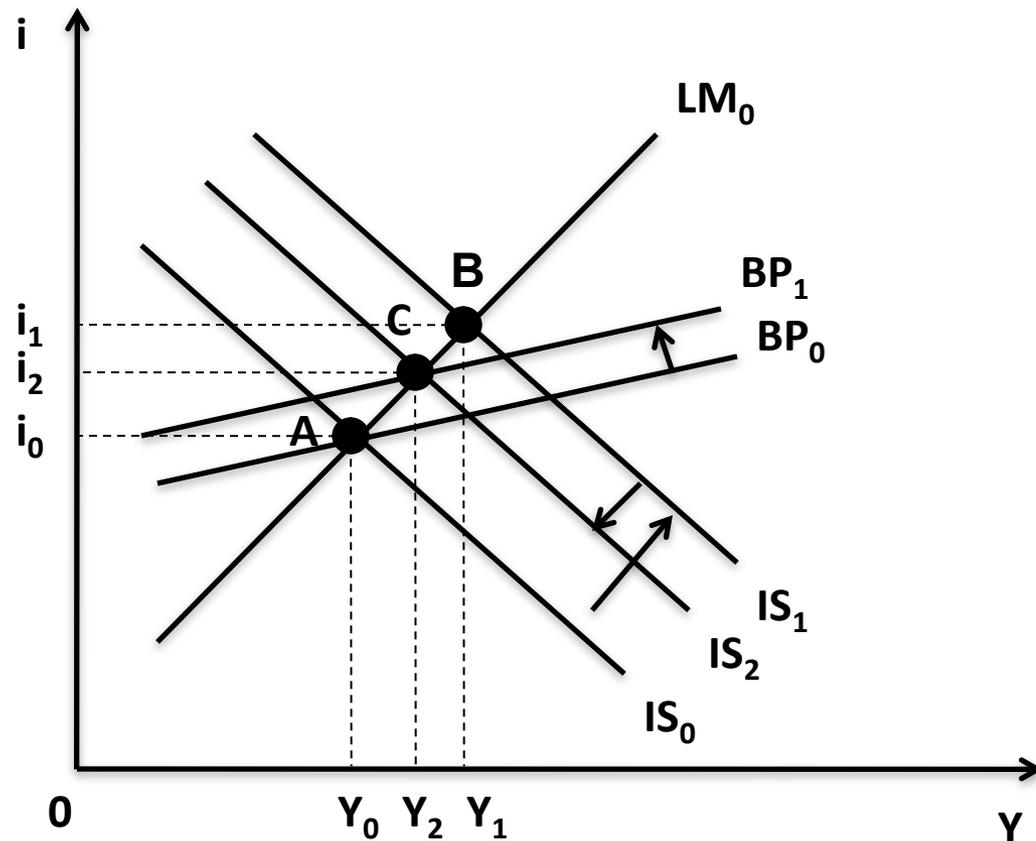


# Interpretação da posição de BP

- 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* )

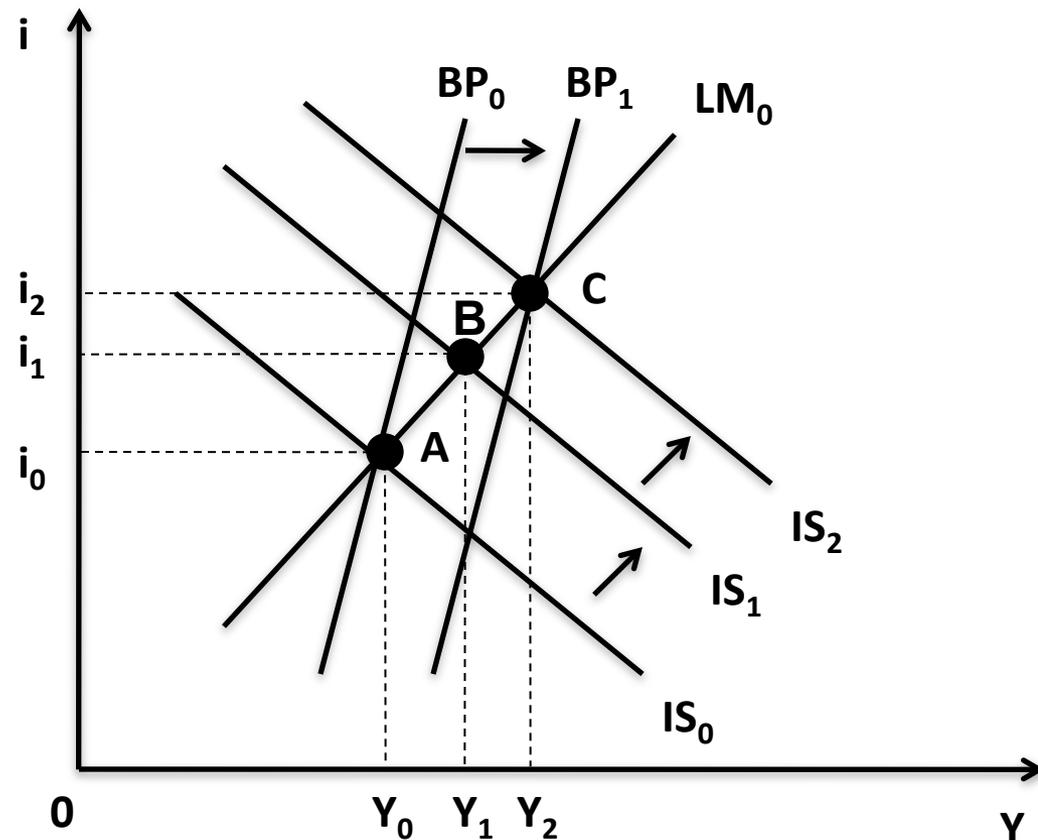
# Mobilidade de Capital Relativamente Forte: *expansão fiscal ( $\Delta G$ )* *com regime de câmbio flexível ( $e^\circ$ )*

- $IS_0 \rightarrow IS_1$  (para a direita)  
 $\therefore$  equilíbrio temporário em  $Y_1$ :  
**B**
- $Y_0 \rightarrow Y_1 \Rightarrow \nabla (X - \Delta M) \Rightarrow$   
**BTC < 0 versus  $\Delta M^d \Rightarrow \Delta i$**   
 $\therefore i_1 > i^* \Rightarrow \text{BCA} > 0$   
 ( $\Delta K$ ) predomina  $\therefore \text{BP} > 0$   
 $\Rightarrow \nabla e$  (apreciação imediata)  
 $\Rightarrow \nabla e_r \Rightarrow \text{BP}_0 \rightarrow \text{BP}_1$   
 (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**)  $\Rightarrow$   
 $\Delta N$  menor ( $Y_2 < Y_1$ )
- Hipótese:  $Y_1 = Y_{pe}$



# Mobilidade de Capital Relativamente Fraca: expansão fiscal ( $\Delta G$ ) com regime de câmbio flexível ( $e^\circ$ )

- $IS_0 \rightarrow IS_1$  (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**  
 ( $\Delta K$ ) não predomina  
 $\therefore$  **BP < 0**  $\Rightarrow \Delta e$   
 (depreciação imediata)  $\Rightarrow \Delta e_r$   
 $\Rightarrow$  **BP<sub>0</sub>  $\rightarrow$  BP<sub>1</sub>**  
 (para a direita) +  
 $\Delta (X - M) \Rightarrow$  **IS<sub>1</sub>  $\rightarrow$  IS<sub>2</sub>**  
 (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:

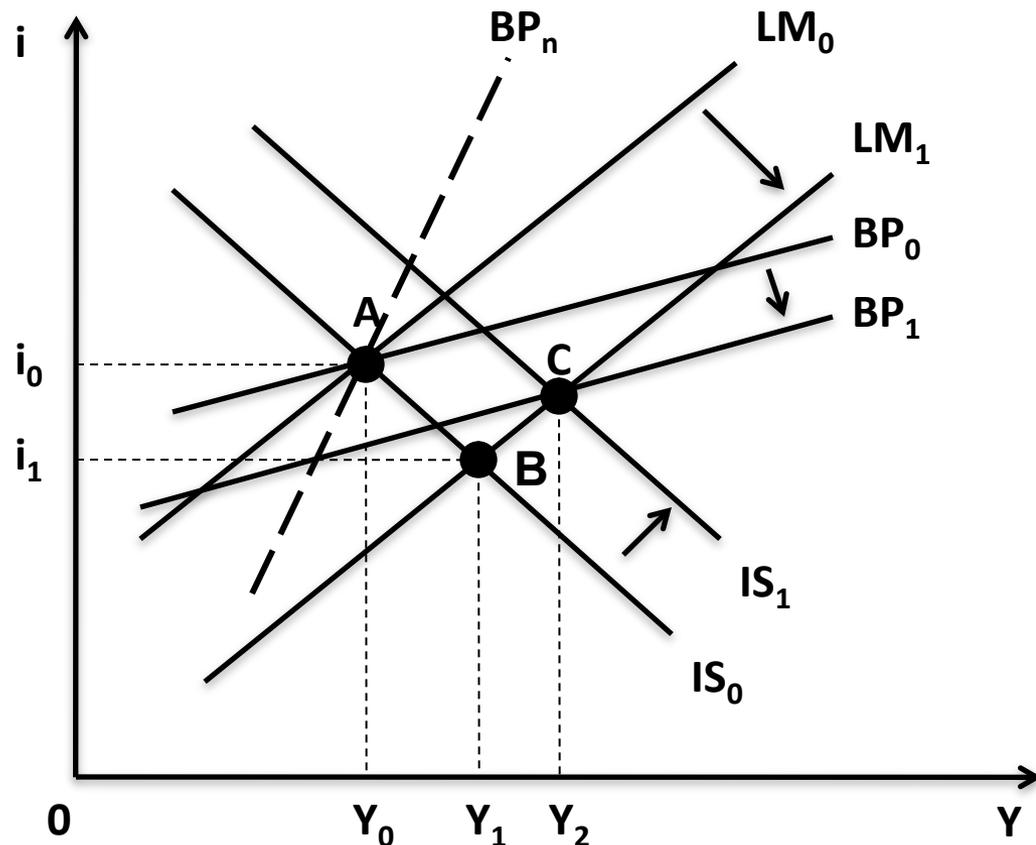
*expansão monetária ( $\Delta M^s$ ) com regime de câmbio flexível ( $e^\circ$ )*

- $LM_0 \rightarrow LM_1$  (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 ( $\Delta G$ ), *reforçado pela depreciação da moeda nacional* ( $\Delta e$ ), 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 Discrecional

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** =  $f(\text{condições presentes})$  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.

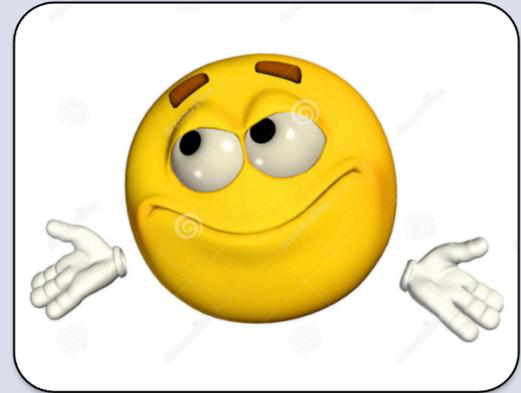
# Receita de política monetária



**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*;

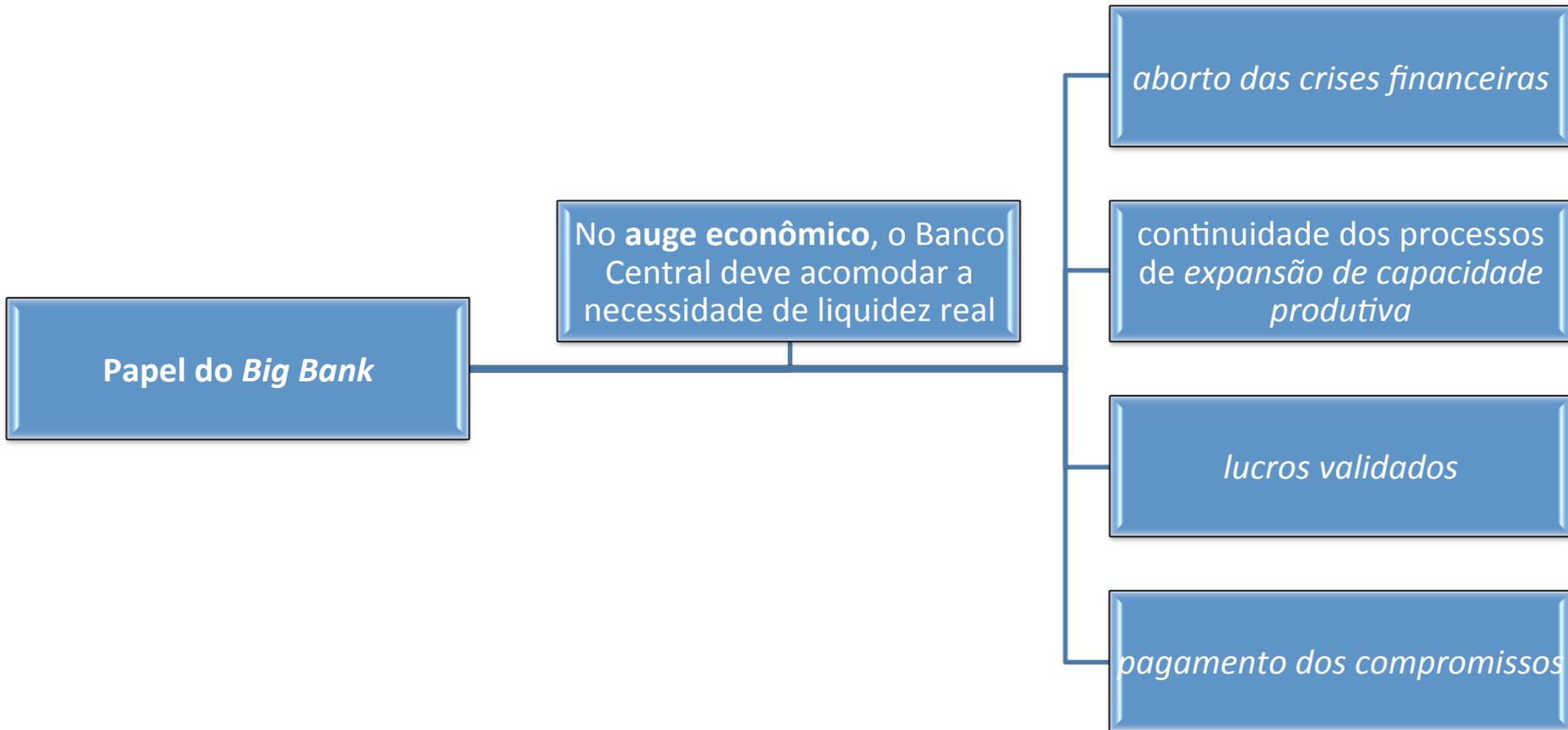
**a proposta de reserva de ativo,** que desloca a exigência de reserva do *lado passivo* para o *lado ativo* do balanço, através de *regulação da carteira de empréstimos*.

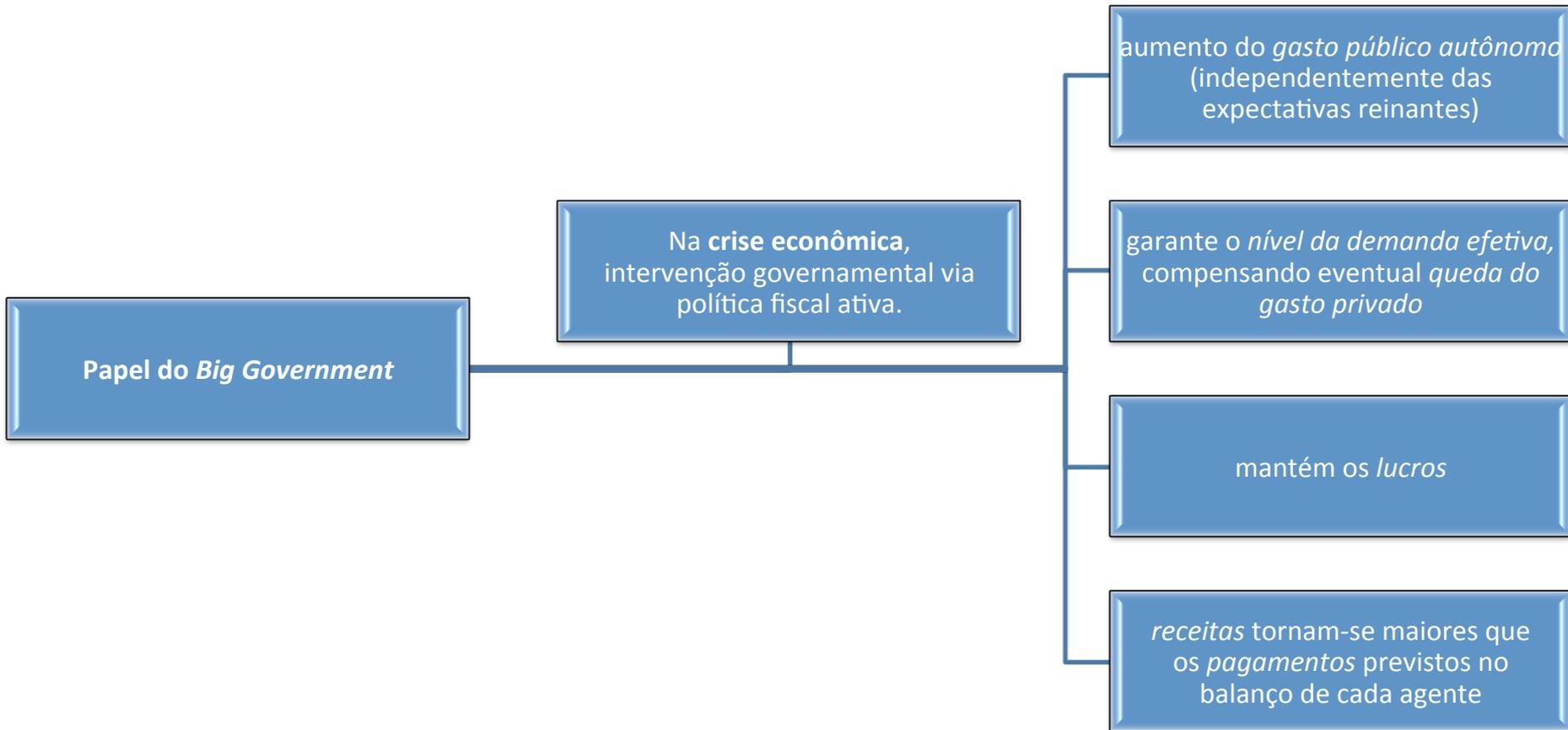
A “caixa de ferramentas” da política econômica inclui as políticas fiscal e monetária, mas o papel do Banco Central vai além da visão estrita de perseguir um único objetivo, *a meta de inflação*, com somente um instrumento, *a taxa básica de juros*.

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](mailto:fercos@eco.unicamp.br)**

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