

REPUTAÇÃO E TRANSPARÊNCIA DA AUTORIDADE MONETÁRIA E O COMPORTAMENTO DA FIRMA BANCÁRIA *

*Gabriel Caldas Montes***

RESUMO O presente trabalho tem como objetivo analisar a influência da autoridade monetária e da política monetária sobre a dinâmica comportamental dos bancos e, com isso, sobre a disponibilidade de crédito na economia, que, por sua vez, quando alterada, afeta a demanda agregada trazendo efeitos sobre emprego, produto e renda. Para tanto, destaca a influência da reputação da autoridade monetária e da transparência na implementação de suas políticas sobre o “estado de expectativas” dos bancos. O trabalho enfatiza a transmissão da política monetária para a economia pelos canais do crédito e das expectativas, realçando a influência da reputação e da transparência da autoridade monetária sobre o comportamento dos bancos.

Palavras-chave: bancos; reputação; transparência; expectativas; confiança

Código JEL: E12, E44, E52, E58, E61

REPUTATION AND TRANSPARENCY OF MONETARY AUTHORITY AND BANK BEHAVIOR

ABSTRACT The following paper aims to examine the influence of monetary policy and its policies upon banks behavior and, consequently, upon credit disposal, which by the way, when modified affects aggregate demand bringing effects on employment, output and income. For it, highlights the influence of monetary authority reputation and transparency in implementing its policies over the “state of expectations” of banks. In other words, the article stresses monetary policy transmission through expectations and credit channels, enhancing the influence of monetary authority reputation and transparency over banks behavior.

Key words: banks; reputation; transparency; expectations; confidence

* Artigo recebido em 13 de agosto de 2007 e aprovado em 22 de julho de 2008.

** Doutor em Economia da Universidade Federal Fluminense, e-mail: gabrielmontesuff@yahoo.com.br

INTRODUÇÃO

Os bancos, como qualquer firma capitalista, apresentam como objetivo fundamental de suas atividades a obtenção de lucros sob a forma monetária. Para isso tanto administram as opções de aplicações de seus recursos — que resultará na composição de uma carteira de ativos — quanto elaboram técnicas e estratégias de gerenciamento de seus passivos. O fato de os bancos atuarem de maneira ativa, administrando dinamicamente os dois lados do balanço, se deve não somente à busca dos objetivos estipulados por eles, mas, também, ao acirramento da concorrência entre as instituições bancárias na busca de oportunidades mais lucrativas de negócios. Nesse sentido, além de administrarem continuamente seus portfólios de ativos, não tomam seus passivos como dados, pois procuram influenciar as preferências dos depositantes por meio do gerenciamento das obrigações e pela introdução de inovações financeiras.

À luz das incertezas¹ existentes na economia e que permeiam de um modo geral as decisões dos agentes, as estratégias dos bancos, assim como suas posturas, serão definidas de acordo com as suas percepções de risco e rentabilidade, considerando suas expectativas e seu estado de confiança.

Mudanças nas expectativas e no grau de confiança das expectativas — ou seja, no “estado de expectativas” — se refletem na composição das estruturas de aplicações dos bancos.² Assim sendo, a postura assumida pelos bancos afeta as condições de financiamento da economia e, com isso, o nível de gastos dos agentes. Logo, por meio da demanda agregada, a postura dos bancos, baseada em seu “estado de expectativas”, possui a capacidade de afetar o produto e o emprego.

A teoria pós-keynesiana (doravante chamada de TPK) da firma bancária é originária dos escritos de Keynes sobre o processo de escolha de ativos pelos agentes econômicos. O modelo de escolha de ativos proposto por Keynes fundamenta sua teoria da preferência pela liquidez. No que diz respeito à administração dos ativos feita pelos bancos, a questão a ser resolvida, segundo a TPK, é como formar um portfólio que balanceie a rentabilidade e a liquidez da carteira como um todo. A escolha dos ativos dependerá do “estado de expectativas” do banco quanto ao retorno esperado de cada ativo e da análise quanto ao risco associado a cada ativo. De acordo com Minsky (1982, 1986), para aqueles ativos com menor grau de liquidez e maior ren-

tabilidade esperada, os riscos associados dependem em certa medida do ciclo econômico.³

A firma bancária não toma decisões relacionadas apenas à composição de seu portfólio de ativos. Realiza escolhas também entre os diversos tipos de obrigações que pode emitir para financiar suas atividades. Existe uma relação entre o perfil da carteira de ativos composta pelo banco e o perfil das obrigações que compõem o passivo do banco. A opção por um ativo ou outro depende, em certa medida, da natureza das obrigações criadas. Isto é, conforme são diversificadas as obrigações e, assim, as fontes de captação, são abertas novas possibilidades de aplicação (Carvalho, 2000).

Dentre as obrigações que compõem o passivo dos bancos comerciais, a mais tradicional e de maior montante são os depósitos à vista.⁴ Pelo fato de os bancos, por meio dos depósitos à vista e demais fontes de recursos, poderem criar moeda é que a oferta de moeda não pode ser considerada plenamente exógena (controlada pela autoridade monetária). Nesse contexto, a análise da eficácia da política monetária e dos mecanismos de transmissão monetária (com ênfase no canal do crédito e no canal das expectativas) deve ser feita à luz da teoria da preferência pela liquidez dos bancos. Como aponta Carvalho (2000, p. 271): “O sucesso de uma política monetária depende, crucialmente, do grau em que os bancos aceitam e transmitem aqueles sinais.”

O presente trabalho tem como objetivo analisar a influência da autoridade monetária e da política monetária sobre a dinâmica comportamental dos bancos e, com isso, sobre a disponibilidade de crédito na economia, que, por sua vez, quando alterada, afeta a demanda agregada trazendo efeitos sobre emprego, produto e renda. Para isso, destaca a influência da reputação da autoridade monetária e da transparência na implementação de suas políticas sobre o “estado de expectativas” dos bancos. Ou seja, enfatiza a transmissão da política monetária para a economia pelo canal do crédito e pelo canal das expectativas, realçando a influência da reputação e da transparência da autoridade monetária sobre o comportamento dos bancos.

Além desta introdução, o artigo é organizado da seguinte maneira: a seção 1 apresenta os mecanismos de transmissão monetária, com ênfase no canal do crédito e no canal das expectativas; a seção 2 aborda o comportamento dos bancos ao administrarem seus balanços, o caráter parcialmente

endógeno da oferta de moeda e o comportamento dos bancos à luz da hipótese de instabilidade financeira; a seção 3 trata de analisar, com base em uma perspectiva pós-keynesiana, a influência da reputação e da transparência da autoridade monetária sobre a preferência pela liquidez e sobre o comportamento dos bancos, ressaltando a influência da política monetária pelos canais do crédito e das expectativas; a última seção apresenta as considerações finais.

1. MECANISMOS DE TRANSMISSÃO MONETÁRIA: CRÉDITO E EXPECTATIVAS

A presente seção, embora mencione os principais mecanismos de transmissão da política monetária, enfatiza o canal do crédito e o canal das expectativas. Tal ênfase se justifica pelo fato de a autoridade monetária ser capaz de afetar, por meio desses canais, o comportamento dos emprestadores (bancos) e dos tomadores de empréstimos (empresas e famílias), refletindo, dessa forma, em alterações nos níveis de consumo e investimento, e, por conseguinte, podendo pela demanda agregada influenciar no produto e nos preços.

A autoridade monetária, de modo a atingir seus objetivos, deve estimular os agentes econômicos a responderem de acordo com as políticas que estão sendo implementadas. As expectativas formadas pelos agentes privados a respeito da atuação da autoridade monetária sofrem influência tanto da reputação que ostenta essa instituição quanto da transparência com que implementa suas políticas. Nas economias capitalistas contemporâneas, a influência da autoridade monetária sobre o desempenho econômico depende em grande medida de sua capacidade de afetar as expectativas dos agentes privados, e cada vez menos de sua capacidade de afetar diretamente a oferta de moeda.

Com base nos trabalhos de Mishkin (1995), Berk (1998), Mendonça (2001) e Kuttner e Mosser (2002), podem ser destacados cinco canais tradicionais de transmissão da política monetária: (1) o canal da taxa de juros; (2) o canal da taxa de câmbio; (3) o canal do crédito; (4) o canal do preço dos ativos; e (5) o canal das expectativas. Dentre esses canais, o trabalho chama a atenção para a importância dos canais do crédito e das expectativas.

1.1 O canal do crédito

A literatura que analisa a influência da política monetária sobre a economia e como essa se propaga por meio de seus canais de transmissão sugere, particularmente quanto ao canal do crédito, que a concessão e a tomada de crédito sofrem efeitos das assimetrias de informações. Assim, no que as informações são desiguais nos mercados financeiros, incertezas tendem também a aumentar, levando agentes — principalmente provedores de recursos — a tomarem posições mais defensivas, as quais se refletem em redução dos recursos disponíveis para os investimentos. Nesse caso, a preferência pela liquidez que tende a se revelar não é necessariamente resultado de posturas especulativas assumidas pelos agentes, mas de atitudes preventivas em face das incertezas levantadas pelo problema de assimetria de informações. Nesse sentido, pode ser sugerida a existência de uma relação entre política monetária, assimetria de informações, incertezas e preferência pela liquidez.

Pelo fato de os mercados financeiros não funcionarem perfeitamente, podendo os agentes provedores de recursos revelarem — em diferentes momentos — uma maior ou menor preferência pela liquidez, é que o canal do crédito se apresenta, por meio do problema de assimetria de informações, como um importante mecanismo de transmissão das decisões tomadas pela autoridade monetária. O canal do crédito pode ser compreendido por meio de outros dois canais de transmissão, (i) o canal de empréstimos bancários (*banking lending channel*) e (ii) o canal do balanço (*balance sheet channel*).

O canal de empréstimos bancários emerge do reconhecimento da função especial desempenhada pelos bancos no sistema financeiro como provedores daqueles que não conseguem chegar até o mercado de capitais e tomar recursos diretamente. Existem agentes que não conseguem autofinanciar sua produção e seus investimentos em sua totalidade e que somente conseguem obter recursos quando os bancos os colocam à sua disposição. Por sua vez, o volume de empréstimos bancários é uma função tanto da disponibilidade de moeda na economia (influenciada pela autoridade monetária) quanto também do porte dos bancos e das posturas por eles assumidas baseadas em suas habilidades e estratégias de buscar recursos no mercado por meio da captação de fundos e de administrar mais agressivamente ou mais conservadoramente seus ativos. Assim, podemos dizer que os bancos comerciais desempenham papel central no sistema financeiro, podendo exer-

cer influência significativa sobre o desempenho econômico, devido à capacidade de restringirem crédito para alguns tomadores. Não obstante, uma política monetária de contração (aumento) da demanda agregada leva à redução (elevação) de reservas e depósitos bancários, o que culmina com a redução (elevação) no volume de empréstimos concedidos pelos bancos. Sendo assim, com menos (mais) recursos disponíveis no mercado, tende a haver redução (aumento) no nível de investimento e, por conseguinte, redução (aumento) no produto.

O canal do balanço, por sua vez, sugere a influência que exerce a política monetária sobre o balanço das firmas, resultando no surgimento do problema de assimetria de informação, o qual afeta o volume de recursos à disposição de tomadores de empréstimos. Pelo canal do balanço, observa-se que um menor (maior) lucro líquido significa que os emprestadores possuem menor (maior) colateral para seus empréstimos e, portanto, as possíveis perdas oriundas de seleção adversa são elevadas (reduzidas). Logo, o volume de recursos à disposição de tomadores de empréstimos para o financiamento de novos investimentos é reduzido (elevado). Além disso, observa-se que o problema de risco moral tende a aumentar (reduzir), pois, com a redução (aumento) no valor das ações, há um incentivo de os proprietários das firmas buscarem projetos de investimento que apresentem risco mais elevado (reduzido), o que, por conseguinte, denota maior (menor) possibilidade de os emprestadores não serem pagos.

Por conseguinte, a política monetária é capaz de afetar as empresas da seguinte maneira: uma diminuição (elevação) da oferta monetária provoca um aumento (redução) na taxa de juros, o que pode imprimir uma tendência de queda (elevação) no preço das ações, e essa queda (elevação) no preço diminui (aumenta) o valor patrimonial das firmas. A diminuição (elevação) do valor das firmas aumenta (reduz) a possibilidade de ocorrência dos problemas de seleção adversa e de risco moral, criando dificuldade (facilidade) para as firmas tomarem recursos que dêem continuidade ao processo produtivo e também aos projetos de investimento.

Uma outra análise da influência da política monetária sobre a disponibilidade de recursos pode ser elaborada, quando considerado o comportamento do fluxo de caixa das empresas. Uma alteração da oferta de moeda provoca uma alteração na taxa de juros nominal, causando uma modifica-

ção na composição patrimonial das empresas. Essa modificação pode ser explicada pela mudança no custo de capital de giro da empresa, pela variação no valor de juros pagos sobre as obrigações e pela modificação no custo de oportunidade de manter recursos em estoque e outras formas fixas. Destarte, essas possíveis ocorrências são capazes de provocar uma alteração no fluxo de caixa das empresas, alterando também suas posições financeiras, e, conseqüentemente, a possibilidade de ocorrência dos problemas de seleção adversa e de risco moral, os quais afetam o processo de tomada de novos empréstimos capazes de ampliar o investimento.

1.2 O canal das expectativas

Deve ser ressaltado que esse canal estabelece uma forte relação com a forma como a autoridade monetária atua na economia (e, portanto, as questões referentes à sua reputação e à credibilidade de suas políticas). Com base nos resultados que são observados acerca dos fundamentos macroeconômicos, os agentes criam expectativas a respeito da reação da autoridade monetária por meio de suas políticas. Essas expectativas, aliadas à confiança dos agentes, são determinantes para o processo decisório, e em última instância acabam por sancionar as expectativas, tornando-as, em alguma medida, uma profecia auto-realizável.⁵ Os sinais emitidos pela autoridade monetária, assim como seus comunicados, desempenham um papel fundamental para os resultados que se observam na economia, pois exercem uma forte influência sobre o mercado financeiro. Como argumenta Sellon Jr. (2004, p. 32):

Financial markets are likely to be heavily guided by central banks statements about the state of the economy and the likely course of future policy in judging the degree of persistence of the current stance of policy.

Na medida em que o mercado financeiro acredita que os objetivos da autoridade monetária são críveis e que a autoridade monetária irá atuar de modo a alcançá-los, passa a ancorar cada vez mais suas expectativas nas metas estipuladas para os objetivos. Os resultados das ações da autoridade monetária dependem não somente da seqüência de manipulações no conjunto de instrumentos realizadas até o presente momento, mas, também, das expectativas dos agentes privados (principalmente daqueles que operam no mercado financeiro) a respeito das políticas que serão implemen-

tadas no futuro. A reputação estabelecida pela autoridade monetária é, portanto, uma fonte de informação e de conhecimento para o mercado financeiro, servindo como referência para o processo de formação de expectativas dos agentes econômicos.

As expectativas que orientam as decisões em uma economia de mercado são, portanto, consideradas um relevante canal de transmissão da política monetária. As ações implementadas pelas autoridades monetárias somente alcançarão o objetivo desejado se os agentes econômicos possuírem confiança ou crença suficiente nos resultados capazes de afetarem os seus interesses. O estado de confiança dos agentes na autoridade monetária e na política monetária se caracteriza como um elemento fundamental de propagação da política monetária pelo canal das expectativas, representando a percepção dos agentes econômicos quanto à postura da autoridade monetária e sua forma de conduzir a política monetária. Assim, conforme apontam Montes e Feijó (2007), “uma relação importante pode ser estabelecida entre o ‘estado de expectativas’ — que envolve as expectativas e a confiança dos indivíduos e firmas — e a reputação e transparência da autoridade monetária e a credibilidade de suas políticas.”⁶

É através do mercado financeiro que fundamentalmente a política monetária afeta a economia. Qualquer fenômeno que interfira na estrutura e nas condições dos mercados financeiros tem o potencial de alterar os mecanismos de transmissão monetária pelos quais as ações diretas da autoridade monetária são propagadas para a economia. Bancos comerciais, por exemplo, são capazes tanto de potencializar quanto de reduzir ou neutralizar os efeitos da política monetária ao administrarem de maneira ativa seus balanços, podendo até mesmo afetar os mecanismos de transmissão monetária quando implementam inovações financeiras, como sugere Estrella (2001).

2. OFERTA DE MOEDA, PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ E POSTURAS BANCÁRIAS

Dentre os elementos que compõem o arcabouço pós-keynesiano quanto ao modo de funcionamento das economias capitalistas e suas implicações no campo da política econômica podem ser destacados, para efeito de análises compatíveis com os objetivos deste trabalho:

- (i) o caráter parcialmente endógeno da oferta de moeda;

- (ii) os mecanismos indiretos de atuação da autoridade monetária; e
- (iii) a não-neutralidade da moeda e da política monetária.⁷ A oferta de moeda e, com isso, as condições de liquidez na economia não dependem somente das ações da autoridade monetária quando implementa suas políticas, mas, também, das ações dos bancos e demais instituições financeiras no processo de financiamento das atividades produtivas.

Em relação ao primeiro, o fato de o caráter parcialmente endógeno da oferta de moeda ser determinado pela demanda por crédito bancário — resultado das necessidades de financiamento da economia — faz com que a autoridade monetária não tenha pleno controle sobre o estoque monetário e as condições de liquidez na economia.⁸ Em relação ao segundo, ou seja, quanto aos mecanismos indiretos de atuação da autoridade monetária, as políticas monetárias adotadas assim como, a postura da autoridade monetária (sua reputação) — com base em seus objetivos —, afetam tanto a demanda quanto a oferta de moeda (crédito) por meio de seus efeitos sobre o comportamento do público e do setor bancário, pois exercem influência sobre o “estado de expectativas” desses agentes. Sendo assim, a influência da autoridade monetária sobre os resultados que se observam na economia depende fundamentalmente de sua capacidade de afetar tanto as expectativas quanto a confiança dos agentes privados. Em relação ao terceiro elemento, a não-neutralidade da moeda e da política monetária, pelo fato de a moeda — segundo Keynes e pós-keynesianos — ser um ativo que afeta motivos e decisões, a política monetária influi sobre o lado real da economia tanto a curto quanto a longo prazo, pois exerce influência sobre o portfólio dos agentes, de acordo com suas preferências pela liquidez.

2.1 Oferta de moeda endógena

No tocante ao caráter endógeno da oferta de moeda, o presente trabalho segue a visão pós-keynesiana *estruturalista*. Essa visão pode ser caracterizada pelos seguintes elementos:

- (i) a endogeneidade da oferta de moeda é atribuída à capacidade do sistema financeiro de aumentar o volume de empréstimos e, assim, ampliar os meios de pagamentos;
- (ii) a expansão do crédito é decorrente do esforço do sistema bancário de contornar as limitações estabelecidas pela regulação da autoridade

- de monetária, com intuito, nesse sentido, de aumentar seus lucros e expandir suas atividades;
- (iii) os bancos possuem *preferência pela liquidez*, pois também estão sujeitos às incertezas, o que afeta suas decisões de portfólio, podendo, assim, não acomodar de maneira passiva a demanda por crédito;
 - (iv) embora os bancos sejam capazes de acomodar a demanda por crédito, essa capacidade possui limitações, podendo, nesse sentido, não atender plenamente à demanda por crédito;
 - (v) a autoridade monetária pode impor pressão quantitativa sobre os movimentos de expansão de moeda do sistema financeiro, reduzindo, assim, a concessão de novos empréstimos;
 - (vi) por meio de operações de mercado aberto, a autoridade monetária pode afetar as decisões de portfólio dos agentes, ou seja, a demanda por moeda pode ser influenciada pela autoridade monetária via taxa de juros (de curto prazo);
 - (vii) a taxa de juros (dado que é um fenômeno monetário) resulta da complexa interação entre as políticas monetárias implementadas pela autoridade monetária e as condições de mercado.

Por mais que a autoridade monetária busque determinar o ritmo de crescimento do crédito bancário pela administração das reservas disponíveis dos bancos, tal controle pode ser neutralizado devido a dois fatores interligados:

- (i) à existência de ativos com elevada liquidez na carteira dos bancos e
- (ii) às habilidades dos bancos no gerenciamento das obrigações e criação de inovações financeiras. Utilizando técnicas de administração dos dois lados do balanço e pela possibilidade de introdução de inovações financeiras, o sistema bancário possui a capacidade de contornar, em parte, as restrições impostas pela autoridade monetária quando implementa políticas monetárias restritivas, por exemplo.⁹

Os bancos, por administrarem dinamicamente seus balanços — tanto no lado do ativo quanto no lado do passivo — e por possuírem preferência pela liquidez, assumem papel de destaque na determinação das condições de liquidez e financiamento da economia. Tais condições, ao se modificarem, explicadas pela postura e pelo ativismo bancário, afetam as decisões de gastos dos agentes econômicos e, por conseguinte, o nível de atividade eco-

nômica. Sendo assim, são capazes de afetar os resultados pretendidos pela autoridade monetária, quando esta última implementa suas políticas.¹⁰

A administração do balanço por parte dos bancos leva a oferta de moeda e de crédito a não ser mecanicamente, e unicamente, estabelecidas pela autoridade monetária, mas sim, e também, responsiva à demanda por crédito. Tanto os meios pelos quais os bancos administram seus balanços quanto as posturas financeiras que assumem — determinando, por exemplo, suas preferências pela liquidez — são influenciados:

- (i) pelos seus objetivos estabelecidos;
- (ii) pela sua percepção acerca do comportamento da economia;
- (iii) pelos riscos que estão submetidos os seus negócios;¹¹ e
- (iv) pelo grau de acirramento da concorrência entre as instituições bancárias. A escolha dos ativos que irão compor o portfólio de um banco, por exemplo, é uma decisão estratégica que busca conciliar rentabilidade com liquidez para manter algum grau de proteção devido ao caráter especulativo de sua atividade.

A preferência pela liquidez expressará a precaução dos bancos relacionada aos resultados incertos de seus negócios, os quais demandam algum grau de proteção e cautela. A expansão ou contração dos meios de pagamentos são resultado, em certa medida, da escolha realizada pelos bancos de quais ativos reter e quais obrigações emitir, à luz do desejo de se conciliar rentabilidade com liquidez.

Do ponto de vista da oferta de crédito, o “estado de expectativas” dos bancos desempenha papel fundamental na determinação da composição de seus portfólios de aplicações. Quando, por exemplo, as incertezas aumentam, fazendo o grau de confiança nas expectativas se deteriorar, os bancos tendem a privilegiar a liquidez, reduzindo o montante de ativos que possuem um maior grau de maturidade, e vice-versa. Como destaca Paula (2003, p. 341):

Bancos, com preferência pela liquidez, poderão não acomodar passivamente a demanda por crédito, pois buscarão comparar os retornos esperados com os prêmios de liquidez de todos os ativos que podem ser comparados. Isto significa que a disponibilidade de crédito poderá diminuir devido à maior preferência pela liquidez, sem estar relacionada diretamente aos riscos inerentes aos empréstimos, fazendo com que o racionamento de crédito possa surgir quase que independentemente dos retornos esperados dos projetos de investimento.

É com base nisso que a autoridade monetária possui espaço para afetar a economia, pois possui, tanto por meio de sua postura quanto por meio de suas ações, a capacidade de influenciar a preferência pela liquidez.

As relações entre bancos e demais agentes econômicos — principalmente firmas — não são passivas, dado que a demanda por empréstimos nem sempre é atendida. Os bancos concedem empréstimos com base em sua preferência pela liquidez e com base, também, em uma razoável segurança acerca da diferença positiva entre os fluxos de caixa de entrada e os pagamentos dos compromissos pelas firmas.¹²

Os bancos, de acordo com os empreendimentos que irão financiar (com base nos fluxos de caixa esperados e nos lucros apresentados pelas firmas tomadoras), assim como de acordo com a fase (de expansão ou contração) pela qual a economia esteja passando, irão exigir maiores ou menores garantias para a concessão dos empréstimos, sendo, também, menos ou mais exigentes na forma de avaliar os riscos. A rentabilidade e os riscos dos negócios são, portanto, determinantes da preferência pela liquidez dos bancos, o que em certa medida é resultado da política monetária implementada e da postura da autoridade monetária. Logo, a autoridade monetária que busca afetar o desempenho da economia deve emitir sinais e atuar de modo a influenciar as expectativas e a confiança de bancos e firmas, tornando-as compatíveis com os seus objetivos.

2.2 Instabilidade financeira e comportamento bancário

Para Minsky (1975), a *Teoria Geral* constitui uma teoria do processo capitalista que explica a instabilidade financeira e da produção como resultado das incertezas existentes, as quais exercem forte influência sobre o comportamento dos agentes nos mercados. Os agentes econômicos operam em um mundo no qual as mudanças de opinião (expectativas) sobre o futuro são capazes de afetar o montante dos investimentos e, por conseguinte, a quantidade de emprego e de produto.¹³ As mudanças de opinião são capazes de afetar: a avaliação de mercado dos ativos de capital, os preços dos ativos financeiros e a conduta dos homens de negócios e dos banqueiros relativamente às estruturas de ativos e de dívidas e obrigações.

No que tange à capacidade de honrar compromissos, o comportamento dos lucros desempenha papel fundamental. Minsky (1986, 2004) confere aos lucros o papel de variável-chave para o crescimento real e para a dinâ-

mica financeira da economia, pois representam um elemento determinante para a demanda por investimento e para o preço dos ativos de capital, assim como tornam possível a liquidação das dívidas pendentes. O processo de financiamento da acumulação de capital envolve, portanto, a comparação de dois fluxos: (1) fluxo de lucros esperados pelas empresas tomadoras de crédito e (2) fluxo de compromissos financeiros contratados.¹⁴

As reversões que se verificam no “estado de expectativas” dos agentes econômicos quanto às condições futuras da economia marcam as alterações no padrão de comportamento do ciclo econômico. Como apontam Paula e Alves Júnior (2003, p. 153):

uma fase expansiva do ciclo teria origem quando as expectativas dos agentes quanto ao futuro da economia indicassem maiores níveis de investimento para as empresas e menor preferência pela liquidez por parte dos bancos.

Na fase expansionista, os bancos tendem a responder de acordo com a visão e as expectativas otimistas que predominam na economia. Pelo fato de suas expectativas tornarem-se mais otimistas, eles tendem a privilegiar rentabilidade à liquidez, assumindo posturas mais ousadas (especulativas). Passam a aceitar um montante maior de ativos de longo prazo e com maiores riscos e, também, a reduzir as taxas pagas nas suas obrigações. Nesse sentido, para que possam alavancar as operações em seus portfólios de ativos, administram ativamente seus passivos — gerenciando as reservas e introduzindo inovações financeiras. Nessa fase, os bancos tendem a sancionar as demandas por crédito dos agentes econômicos, estimulando o crescimento da economia.¹⁵

Com as expectativas mais otimistas e um alto grau de confiança, os bancos assumem uma postura menos conservadora, relaxando os critérios para concessão do crédito, que passam a ser baseados no valor dos ativos dos tomadores. No balanço dos bancos, aumenta a participação de formas menos líquidas de ativos (e marcadamente com retornos mais longos), ou seja, “um período de prosperidade da economia leva a uma diminuição ainda maior da preferência pela liquidez dos bancos e a uma aceitação de práticas financeiras mais agressivas” (Paula, 1999a, p. 185). Sendo assim, quanto maiores os empréstimos bancários, maiores serão os investimentos e, conseqüentemente, os lucros, aumentando dessa maneira a confiança no sucesso dos projetos.

Esse efeito retroalimentador entre investimentos e empréstimos bancários contribuiria para validar as estruturas financeiras das firmas, com impactos positivos sobre o estado de expectativas quanto aos seus negócios. (...) No decorrer deste processo, o banqueiro não percebe a ocorrência de qualquer aumento na sua exposição ao risco de crédito (Paula e Alves Júnior, 2003, p. 154).

Durante o processo de expansão, com base em expectativas otimistas e em um elevado grau de confiança nessas expectativas, as margens de segurança vão se erodindo, tornando as estruturas financeiras mais frágeis. No caso dos bancos, por exemplo, tendem a apresentar um hiato crescente entre o grau de maturação de seus ativos em face de seu passivo, elevando o des-casamento de prazos entre ambos.

Com margens de segurança menores, tende a haver uma redução da tolerância aos choques que podem vir a ocorrer na economia, o que resultaria em abrupta reversão das expectativas dos agentes econômicos, desencadeando uma crise. Na crise, o “estado de expectativas” se deteriora de forma generalizada, fazendo com que as projeções dos fluxos de rendas futuras sejam reduzidas. Conseqüentemente, as margens de segurança se contraem e a avaliação de riscos dos tomadores por parte dos bancos se altera.

Na fase contracionista, tanto as expectativas dos bancos tornam-se pessimistas quanto o estado de confiança se reduz, aumentando, assim, a preferência pela liquidez dessas instituições. Os bancos migram suas aplicações para ativos menos lucrativos e mais líquidos, o que representa uma redução do crédito destinado ao financiamento dos investimentos, agravando ainda mais a crise. Dessa forma, na fase contracionista, os bancos possuem a capacidade de potencializar a crise instalada, pois a postura defensiva assumida resulta na contração do crédito, reduzindo os investimentos na economia e, por conseguinte, resultando também na possível incapacidade de as firmas não financeiras rolares suas dívidas.

A restrição de crédito pode resultar em aumento das taxas de juros, que por sua vez se configura em uma dificuldade para as firmas rolares suas dívidas (justamente quando mais necessitam). A fragilização das estruturas financeiras de firmas e bancos pode levar a economia a uma deflação de dívida, induzindo a uma recessão — que se perpetua por uma espiral declinante de investimento, lucros e preços dos ativos. Na visão de Minsky, a instabilidade financeira é inerente ao funcionamento das economias de

mercado e as autoridades monetárias têm o poder de prevenir crises financeiras por meio de sua atuação.

É nesse contexto que a reputação da autoridade monetária, assim como a transparência com que implementa suas políticas, se faz importante para a recuperação da economia. Não basta a autoridade monetária atuar por meio de seus instrumentos no sentido de socorrer e/ou estimular a economia (provendo-a com liquidez adequada) se os agentes acreditarem que essa atuação não será sustentada. A autoridade monetária deve possuir uma reputação tal que leve os agentes a acreditarem que de fato as expectativas devem convergir para um cenário otimista novamente, ou seja, tanto as expectativas devem ser revertidas quanto — de fundamental importância — o grau de confiança nessas expectativas deve ser fortalecido.¹⁶

Nesse sentido, vemos que a autoridade monetária tem papel fundamental a desempenhar no processo de recuperação da economia. Papel esse que pode ser desempenhado de maneira muito mais eficaz dependendo da reputação construída por essa mesma autoridade.

3. REPUTAÇÃO, TRANSPARÊNCIA E EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA

Com o advento da escola novo-clássica e com a incorporação do conceito de expectativas racionais à teoria econômica, a teoria da política monetária sofreu fortes mudanças. Diversos modelos baseados na idéia de “taxa natural” retomaram a argumentação de que, na ausência de barreiras de informação e ilusão monetária, a política monetária não deveria ser utilizada para afetar o produto e o emprego, mas para manter a inflação baixa e estável.¹⁷

Na medida em que o pensamento novo-clássico avançava, alguns desenvolvimentos em teoria monetária enfatizavam o papel e a importância da reputação e da credibilidade da autoridade monetária e de suas políticas para a condução da política monetária e, conseqüentemente, para os resultados observados na economia.¹⁸ Tais desenvolvimentos, ao incorporarem as hipóteses que apoiavam os modelos novo-clássicos em suas estruturas, fortaleceram a idéia de neutralidade da política monetária e, também, de que a política monetária seria mais eficaz se a meta perseguida fosse considerada crível pelo público e se a reputação da autoridade monetária fosse a de uma instituição fundamentalmente preocupada com a estabilidade dos preços. Com base nas hipóteses que sustentam seus modelos e, por conseguinte, em seus resultados, a abordagem novo-clássica considera que so-

mente a política monetária que surpreende as expectativas dos agentes seria capaz de afetar o lado real da economia. Contudo, refeitas as expectativas, produto e emprego retornariam às suas taxas naturais, porém com a taxa de inflação em um patamar mais elevado.

Por outro lado, ao lidarmos com os conceitos de “economia monetária”, “demanda efetiva” e “preferência pela liquidez”, é aberta a possibilidade tanto para os melhores desempenhos em termos de produção, emprego e renda quanto para a estabilidade dos preços novamente se tornarem objetivos a serem buscados pela autoridade monetária. Sendo assim, os desdobramentos em teoria monetária que abordam a capacidade de a reputação, a transparência e a credibilidade da autoridade monetária e de suas políticas influenciarem os resultados observados na economia devem ser ampliados sob uma perspectiva que leve em consideração os conceitos pós-keynesianos já mencionados.

Uma política monetária implementada de maneira transparente e previamente anunciada apresenta impactos diferenciados para novo-clássicos e pós-keynesianos. Para novo-clássicos, uma política monetária transparente e previamente anunciada é ineficaz — em afetar o produto — porque a flexibilidade instantânea de preços e salários nominais garante o ajuste automático da economia à posição de equilíbrio com pleno emprego da força de trabalho.¹⁹

Sob a ótica pós-keynesiana, descarta-se o paradigma de que a eficácia da política monetária depende de sua imprevisibilidade, ou seja, da implementação de políticas monetárias de “surpresa”. Ao contrário da visão novo-clássica, segundo a qual a capacidade de a política monetária afetar o lado real depende da “surpresa” que ela provoca, o presente trabalho defende que o anúncio prévio dos objetivos da autoridade monetária, assim como das políticas utilizadas para atingi-los, não deve implicar a ineficácia de tais políticas em afetar o lado real da economia. Pelo contrário, a autoridade monetária, ao agir de maneira transparente, aumenta a eficácia de suas políticas, pois sinaliza aos agentes os objetivos que pretende alcançar e quais os valores buscados para as variáveis sob sua influência.

Dado que a promoção de cenários mais seguros sobre o futuro — menor incerteza por parte dos agentes — se configura como um dos principais objetivos da autoridade monetária, é conveniente que não atue de surpresa na economia, mas que deixe explícitos seus objetivos e anuncie suas políticas

antecipadamente. Assim, a transparência da autoridade monetária é fundamental para a eficácia de suas políticas, pois o comportamento dos agentes pode ser mais bem influenciado em favor dos objetivos da autoridade monetária e de suas políticas quando estes são claramente debatidos e entendidos, contribuindo para um desempenho econômico mais satisfatório.

A transparência com que atua a autoridade monetária, bem como sua reputação são determinantes para as decisões de longo prazo a serem tomadas pelos agentes, devido às influências que exercem sobre suas expectativas e o estado de confiança. De acordo com Keynes (1982, p. 124):

O estado de expectativa a longo prazo, que serve de base para as nossas decisões, não depende, portanto, exclusivamente do prognóstico mais provável que possamos formular. Depende, também, da confiança com a qual fazemos este prognóstico (...). Se esperarmos grandes mudanças, mas não tivermos certeza quanto à forma precisa com que tais mudanças possam ocorrer, nosso grau de confiança, então, será fraco.

Segundo ele, o “estado de expectativas” é fundamental para a demanda de investimento, pois o estado de confiança expressa o grau limitado de certeza acerca da ocorrência de um determinado evento, sendo inversamente relacionado às incertezas presentes nas expectativas elaboradas pelos agentes econômicos. Nesse sentido, é de se esperar que quanto maior a opacidade (ou seja, menor a transparência) maiores serão as incertezas e, portanto, pior será o ambiente de tomada de decisões, fazendo com que o estado de expectativas se deteriore e o crédito seja racionado.

A TPK vê a atuação da autoridade monetária, como gestora da política monetária, dividida em dois aspectos fundamentais para que os objetivos de longo prazo (crescimento econômico com inflação baixa e estável) sejam alcançados: (1) deve buscar propiciar estabilidade ao mercado monetário-financeiro, gerenciando diariamente a liquidez e sinalizando os rumos da política monetária e (2) deve atuar como emprestador de última instância, de modo a zelar pelo bom funcionamento do sistema financeiro em momentos de perigo de crise bancária, evitando a propagação de pânico, que pode levar a uma corrida bancária e à ruptura do sistema de pagamentos. Tanto o primeiro quanto o segundo sentido de atuação da autoridade monetária serão menos ou mais eficientes no auxílio à obtenção dos objetivos pre-determinados, de acordo com a reputação da autoridade monetária e com a transparência com que esta implementa suas políticas e faz seus anúncios.

A manutenção da estabilidade monetária e do sistema bancário é considerada pré-condição para que os objetivos principais (crescimento com estabilidade dos preços) sejam alcançados, pois um Banco Central não conseguiria, por exemplo, manter a moeda (inflação) estável se o sistema financeiro que a intermedeia é instável.²⁰

Com base na abordagem pós-keynesiana, as questões que envolvem a reputação da autoridade monetária, a credibilidade de suas políticas e a transparência com que atua passam a ser vistas sob uma perspectiva distinta daquela apresentada pela ortodoxia.²¹ Credibilidade e reputação são em essência conceitos distintos. Enquanto a *credibilidade* está associada ao grau de confiança que o público deposita na habilidade, capacidade e determinação da autoridade monetária de se manter comprometida com uma meta anunciada e, assim, atingi-la, a *reputação* encontra-se relacionada à crença do público nas preferências da autoridade monetária e às expectativas formadas pelo público a respeito das ações que a autoridade monetária irá tomar. De acordo com Montes (2008, p. 13):

The concept of central banks' reputation — according to the alternative Keynesian approach we propose — involves the agents' state of perception concerning (i) the preferences of the monetary authority, (ii) the actions expected to be taken by the monetary authority, and (iii) the monetary authority's character and characteristics. When this perception suddenly changes modifications may emerge in the uncertainty perceived, provoking the deterioration of the "state of expectations" of the public through the state of confidence.

Embora a reputação do Banco Central seja formada considerando eventos passados, é capaz de influenciar expectativas acerca de eventos futuros. A reputação é algo que se conquista ao longo do tempo com base, por exemplo, nas atitudes que são tomadas quando um indivíduo (ou um grupo de indivíduos, ou uma instituição) depara com certa situação. O padrão de atitude tomada, assim como o número de vezes que esta se repete para uma determinada situação, define a reputação para essa situação específica. No que esse padrão de atuação para uma determinada situação se modifica, a reputação é destruída e a incerteza a respeito da atitude a ser tomada para aquela situação se eleva. Somente com a repetição desse novo padrão de atitude, em face de uma situação específica, os demais agentes irão formar expectativas para as atitudes futuras compatíveis agora com o novo padrão, criando-se, portanto, uma nova reputação.

Nesse sentido, com base no arcabouço teórico pós-keynesiano, se a política monetária é capaz de afetar tanto as variáveis reais da economia quanto as variáveis nominais, e se o sistema econômico é intrinsecamente instável, por que construir a reputação de ser uma instituição voltada para a busca de um único objetivo, qual seja, controlar exclusivamente a inflação? É de se esperar que a autoridade monetária, ao atuar com base em uma regra rígida de política (manipulação da taxa de juros para controlar a inflação), ficará sem os graus de liberdade necessários para influenciar no desempenho da economia como um todo quando for preciso, devido à prévia subutilização do seu principal instrumento de atuação. O tipo de reputação do Banco Central proposto pela abordagem novo-clássica e o uso de uma regra de reação com base exclusivamente na taxa de juros para controlar qualquer tipo de inflação, de fato, são capazes de fazer com que a política monetária seja eficaz em reduzir a inflação; contudo, ao custo de uma compressão da demanda agregada, a qual pode não ter sido a fonte de pressão inflacionária.

A reputação pode ser vista como um elemento catalisador na propagação da política monetária para a economia pelo canal das expectativas, pois se constitui em uma peça-chave da cultura corporativa que determina como o público reage à autoridade monetária. No que a autoridade monetária define e fortalece a reputação de ser uma instituição preocupada com questões relacionadas ao lado real e ao lado nominal da economia, o conhecimento dos agentes privados sobre a forma de atuação da autoridade monetária irá incorporar esse aspecto.

Assim, tendo como base a abordagem pós-keynesiana, a reputação da autoridade monetária deve se encontrar relacionada não à percepção de que a política monetária não pode ser alterada ou que deve servir a um único objetivo, mas sim a que ela é apropriada a uma conjuntura específica, e ao fato de a autoridade monetária poder operar adequadamente as intervenções que se fizerem necessárias, em prol tanto do crescimento econômico e da redução do desemprego quanto da estabilidade da inflação.

O debate sobre a maneira como a política monetária deveria ser conduzida e quais são de fato seus efeitos na economia foi sempre questão central da literatura “regras *versus* discricção”, a qual, por sua vez, se encontra relacionada a outra discussão: se a neutralidade da política monetária, tanto a curto quanto a longo prazo, é válida ou não.²²

A abordagem pós-keynesiana, aqui proposta, sugere que políticas econômicas, de um modo geral, devam ser utilizadas coordenadamente com o intuito de proporcionar tanto o pleno emprego quanto a manutenção da inflação em um patamar baixo e estável. Tal visão implica que as políticas fiscal, monetária e de rendas sejam implementadas de maneira coordenada. Como enfatizou Carvalho (1992, p. 214):

This combination of the three legs of economic policy would allow the adequate macroeconomic management that would maintain full employment and price stability.

Com o intuito de estabelecer o papel que cada política econômica deve desempenhar e ao mesmo tempo enfatizando a importância de serem conduzidas por meio de ações coordenadas com o objetivo de estimular tanto o crescimento econômico quanto a estabilidade dos preços, Carvalho (1992, p. 216) sugeriu que:

Fiscal Policy was destined to sustain long-term expectations as to the aggregate level of income the state was committed to support. Income policies would regulate the wage/price relation to avoid cost inflation. The role of monetary policy, under these conditions, would be to provide active balances for transaction needs and to prevent increases in liquidity preference from being translated into higher interest rates that could threaten investment. These policies should be jointly implemented. None of them can be thought of as Keynesian when taken in isolation because they would create difficulties for the economy that could end up in a crisis.

Nesse sentido, quando a autoridade monetária anunciar suas intenções de atuação, e essas intenções estiverem compatíveis com um padrão de atuação na economia já conhecido e consolidado, os agentes irão mais facilmente entender os sinais emitidos e formar expectativas no sentido dos objetivos perseguidos pela autoridade monetária. Quanto mais forte e mais bem definida for essa reputação, mais rapidamente as expectativas dos agentes irão tender a convergir para os objetivos predeterminados pelo governo, assim como mais forte será o estado de confiança dos agentes nessas expectativas.

Assim, quanto à relação existente entre a reputação da autoridade monetária, a transmissão da política monetária pelos canais das expectativas e do crédito e as posturas assumidas pelos bancos, é de se esperar que a preferência pela liquidez dos bancos seja maior no caso de a autoridade monetária possuir a reputação de ser uma instituição que volta seus esforços funda-

mentalmente para o controle da inflação, utilizando-se de manipulações da taxa básica de juros. Pelo fato, nesse caso, de a autoridade monetária colocar os resultados que se observam para produto, emprego e renda em segundo plano, e seguir atuando por meio de manipulações da taxa básica de juros para controlar todo tipo de inflação, os bancos atuam de maneira mais conservadora (via alterações em suas taxas de juros e racionando o crédito), devido às expectativas menos otimistas em termos de crescimento econômico. Dada a maior preferência pela liquidez dos bancos (explicada pelas suas expectativas acerca de um determinado padrão de atuação da autoridade monetária na economia, ou seja, pela sua reputação de se preocupar fundamentalmente com a inflação, ficando os demais critérios de desempenho econômico em segundo plano), o crédito voltado para o financiamento de projetos de longo prazo tende a se reduzir, pois os bancos optam por formar um portfólio composto de ativos com um maior grau de liquidez. A escassez de crédito leva os investimentos na economia a se reduzirem e, assim, ao aumento do desemprego e à redução do produto.

Quando a autoridade monetária faz uso de uma regra mecânica de política monetária (manipulação da taxa de juros) com o objetivo de fortalecer e consolidar um determinado tipo de reputação (preocupação exclusiva com a inflação), conduz a um generalizado “estado de expectativas” pessimista quanto ao comportamento das variáveis reais da economia, pois induz os agentes (principalmente os bancos) a elevarem sua preferência pela liquidez. Se esse “estado de expectativas” vem se verificando ao longo do tempo, sustentado pela reputação da autoridade monetária, o que veremos é uma economia em constante estado de semidepressão. Como disse Keynes (1982, p. 55-56):

O volume de emprego em um momento qualquer depende, em certo sentido, não apenas do estado atual das expectativas, mas também de todos os estados de expectativas passadas que existiram no curso de certo período anterior. Todavia, as expectativas passadas que ainda não se dissolveram por completo estão incorporadas no equipamento de capital atual; diante disso o empresário deve tomar suas decisões, pois aquelas só influem sobre estas à medida que nelas tenham sido incorporadas.

Como já dito anteriormente, a política monetária que busca estimular o investimento, e com isso o crescimento, depara com o comportamento dos agentes econômicos que irão agir de acordo ou não com os sinais emitidos

pela autoridade monetária. A capacidade de a autoridade monetária afetar o lado real da economia é função, essencialmente, das expectativas e avaliações realizadas pelo público a respeito do contexto econômico futuro e do padrão de atuação do responsável pela política monetária na economia. É nesse sentido que a reputação da autoridade monetária desempenha um papel fundamental para os resultados observados na economia quando políticas monetárias são implementadas, pois induz os agentes econômicos — baseados em suas expectativas — a trocarem ativos mais líquidos por ativos de longo prazo, estimulando, assim, os investimentos.²³

4. CONCLUSÃO

Pelo fato de as expectativas se configurarem em um importante canal de transmissão da política monetária e os bancos serem capazes de racionar o crédito (também influenciados pela política monetária), a reputação e a transparência da autoridade monetária são fundamentais para os resultados que se observam na economia. Isso acontece em virtude de a política monetária não agir diretamente sobre os seus objetivos, mas sim por meio das respostas dos agentes que operam na economia (principalmente bancos) aos sinais emitidos e às políticas implementadas pela autoridade monetária.

Como os bancos possuem a capacidade de criar depósitos à vista (moeda-crédito) e administram seus balanços com base em seu “estado de expectativas” (expectativas e confiança nas expectativas), respondem por meio da preferência pela liquidez (e do racionamento do crédito) às suas percepções quanto ao padrão de atuação da autoridade monetária na economia e ao contexto econômico. Assim, contraindo ou expandindo o crédito, são capazes de desestimular ou estimular os investimentos e, conseqüentemente, o emprego e o produto.

Em um contexto no qual a preferência pela liquidez é resultado não somente das incertezas que vigoram na economia, mas, também, da busca de resultados lucrativos pelos agentes, a autoridade monetária deve atuar evitando a recessão, quando a economia inicia uma fase de contração — potencializada pela preferência pela liquidez bancária —, e, em momentos de expansão, não deixando que pressões de demanda sejam repassadas para os preços e que o sistema financeiro não se torne eminentemente frágil e instável.

O artigo mostrou, com base no arcabouço teórico pós-keynesiano, que existem duas funções básicas a serem desempenhadas pela autoridade monetária no sentido de promover o crescimento econômico e zelar pela estabilidade dos preços, quais sejam: (i) atuar como instituição responsável pela estabilidade do mercado monetário-financeiro, gerenciando diariamente a liquidez e sinalizando os rumos da política monetária, e (ii) atuar como emprestador de última instância com o intuito de promover o bom funcionamento do sistema financeiro em momentos de crise. Tais funções, quando exercidas, irão propiciar o bom funcionamento da política monetária pelos seus canais de transmissão. O trabalho mostrou, também, que os resultados que se observam na economia, fruto, em grande parte, das expectativas do público de um modo geral, e em particular das posturas assumidas pelos bancos quanto ao montante de crédito que disponibilizam, podem ser influenciados pela reputação e pela transparência da autoridade monetária.

NOTAS

1. Para maiores detalhes acerca do conceito de incerteza para a teoria pós-keynesiana, ver Ferrari Filho e Conceição (2005).
2. Para maiores detalhes acerca da definição de “estado de expectativas” e sua influência sobre os resultados que se observam na economia, ver Dequech (1999) e Montes e Feijó (2007).
3. Para uma abordagem acerca da relação existente entre o comportamento dos bancos, os riscos que envolvem suas decisões, as fases dos ciclos econômicos e o ambiente econômico (inflacionário e de estabilidade da inflação), ver Paula (1999b e 2000) e Paula e Alves Júnior (2003).
4. Além dos depósitos à vista, os bancos captam recursos por meio de depósitos a prazo, depósitos de poupança, recursos obtidos no exterior, colocação direta de títulos próprios, repasses feitos por instituições financeiras públicas, financiamento obtido junto ao Banco Central, recursos próprios e outros meios.
5. De acordo com Sellon Jr. (2004, p. 6): *“In a world where policy expectations drive interest rates, what a central bank says about its long-run goals and about the economic outlook may be as important, or even more important, than what it does. Consequently, how a central bank communicates with the public and financial markets can play a crucial role in the transmission mechanism and the evolution of market interest rates.”*
6. Segundo Woodford (2005, p. 2): *“Because the key decisionmakers in an economy are forward-looking, central banks affect the economy as much through their influence on expectations as through any direct, mechanical effects of central bank trading in the market for overnight cash.”* E complementa (Op. cit., p. 4): *“Thus the ability of central banks to in-*

fluence expenditures, and hence pricing, decisions is critically dependent upon their ability to influence market expectations regarding the future path of overnight interest rates, and not merely their current level. Better information on the part of market participants about central-bank policy decisions can actually affect these expectations, and so increase the effectiveness of monetary stabilization policy. (...) the public's understanding, not only of what the central bank is currently doing, but of what it can be expected to do in the future, is critical for the effectiveness of policy."

7. A não-neutralidade da moeda e da política monetária não está sendo assumida aqui como um axioma. Existe uma ampla literatura que trata de explicar a não-neutralidade da moeda e da política monetária no curto e no longo prazo segundo a abordagem pós-keynesiana. Portanto, o presente trabalho não tem como objetivo explorar muito menos esgotar tal ponto. Para maiores detalhes acerca da não-neutralidade da moeda e da política monetária, ver, por exemplo, Mollo (2004) e Carvalho (2005).
8. O caráter endógeno da oferta de moeda opõe dois grupos, *horizontalistas* e *estruturalistas*, suscitando divergências entre eles quanto à influência da autoridade monetária sobre a liquidez da economia e sobre a taxa de juros. Enquanto *horizontalistas* destacam o papel da autoridade monetária na fixação da taxa de juros, deixando a oferta monetária se ajustar livremente a essa taxa, os *estruturalistas* advogam que a autoridade monetária seja capaz de limitar a expansão do crédito na economia (por meio de restrições quantitativas às demandas por liquidez) e, assim, induzir a taxa de juros a se alterar de acordo com a demanda por crédito. Contudo, ambos compartilham a idéia de que a oferta de moeda é, também, orientada pela demanda por crédito, que por sua vez depende do nível de atividade econômica. Existe, portanto, uma relação biunívoca entre variações no estoque monetário e flutuações no produto e nos preços, ou seja, as primeiras são tanto efeito quanto causa das segundas.
9. De acordo com Paula (1999a, p. 181): "As autoridades monetárias não têm um controle absoluto sobre a quantidade de moeda disponível na economia, pois influenciam apenas de forma indireta o volume de intermediação financeira ao afetarem as condições de custo e a disponibilidade de reservas dos bancos." Nesse sentido, complementa (Op. cit., p. 181): "A base de reservas, levando em conta as condições de acesso à liquidez estabelecidas pelo Banco Central, que limitam ou expandem a capacidade de captação dos bancos, pode se expandir de forma endógena, de modo a atender às demandas por empréstimos do público, desde que seja rentável para as instituições bancárias."
10. De acordo com Keynes (1982, p. 141): "Contudo, se nos vemos tentados a considerar a moeda como a bebida que estimula a atividade do sistema, não nos esqueçamos que podem surgir muitos percalços entre a taça e os lábios. Embora seja de esperar que, *ceteris paribus*, um aumento na quantidade de moeda reduza a taxa de juros, isto não ocorrerá se a preferência do público pela liquidez aumentar mais que a quantidade de moeda."
11. Seguindo Paula (2000), são três os riscos clássicos aos quais os negócios dos bancos estão submetidos: o *risco de taxa de juros ou de mercado*, o *risco de liquidez* e o *risco de crédito*. Para maiores detalhes ver Paula (2000).

12. De acordo com Minsky (1986, p. 232): “*Before a banker lends, he needs to have a clear vision of how the borrower will operate in the economy to get the money to repay the loan.*”
13. O investimento e as decisões financeiras são realizados em condições de incerteza, levando em consideração as expectativas e a confiança dos agentes nessas expectativas. Em uma economia monetária de produção, as avaliações que são feitas relacionadas ao comportamento dos preços dos ativos de capital e dos rendimentos futuros esperados por esse capital determinam em larga medida o investimento corrente, que, por sua vez, é crucial para o produto e o emprego. Nesse sentido, o comportamento da economia depende do ritmo dos investimentos que são realizados.
14. De acordo com Paula e Alves Júnior (2003, p. 149-150): “A diferença entre os lucros esperados e os pagamentos contratados constitui as margens de segurança para o tomador e o credor. (...) A necessidade de margens de segurança advém do fato de que, em uma economia monetária, as firmas atuam sob condições de incerteza.” E complementam (Op. cit., p. 150): “Nesta economia, as previsões sobre o futuro, por melhor que sejam feitas, não são condições suficientes para que o empresário aja sob certeza. Neste caso, a tomada de decisão implica que o empresário acredite em suas previsões, ou seja, é necessário que seu estado de confiança, fundamentalmente subjetivo, o faça tomar a decisão de investir.” Por sua vez, o “estado de expectativas” (expectativas e estado de confiança) pode ser entendido como sendo influenciado pelos elementos apresentados no primeiro capítulo.
15. Em virtude de os bancos, ao assumirem uma postura mais especulativa, estarem mais expostos aos riscos de juros, de crédito e de liquidez, é que de fato necessitam tomar medidas de precaução. Nesse sentido, a administração de seus balanços envolve o gerenciamento de seus riscos (Paula, 2000).
16. Segundo Keynes (1982, p. 245): “Se a redução da taxa de juros constituísse por si mesma um remédio efetivo, a recuperação poderia ser conseguida num lapso de tempo relativamente curto, e por meios mais ou menos diretamente sob controle da autoridade monetária. Isso, porém, não costuma acontecer, não sendo fácil reanimar a eficiência marginal do capital, tal como a determina a psicologia caprichosa e indisciplinada do mundo dos negócios. É a volta da confiança, para empregar a linguagem comum, que se afigura tão difícil de controlar numa economia de capitalismo individualista.”
17. Tais modelos se basearam nos trabalhos de Muth (1961), Lucas (1972a, 1972b, 1973), Sargent (1973) e Sargent e Wallace (1975, 1981), os quais fundamentaram o surgimento do pensamento novo-clássico.
18. Como, por exemplo, os trabalhos de Kydland e Prescott (1977), Barro e Gordon (1983a, 1983b), Backus e Driffill (1985a, 1985b), Blanchard (1985), Cukierman (1985), Barro (1986), Cukierman e Meltzer (1986), Rogoff (1987), Andersen (1989), Blackburn e Christensen (1989), e Drazen (2000).
19. Como as funções de oferta e de demanda dos diversos agentes econômicos são homogêneas de grau zero com respeito às variáveis nominais, segue-se que a política monetária não irá afetar o equilíbrio real do sistema, tornando-se, assim, ineficaz.

20. É nesse sentido que se mostra evidente o interesse dos Bancos Centrais na supervisão bancária, pois a política monetária acaba perdendo eficácia por um sistema financeiro frágil e debilitado, principalmente devido aos impactos fiscais e monetários causados pela quebra dos bancos. Instituições financeiras insolventes não respondem coerentemente aos estímulos do mercado e da política econômica, em especial da política monetária. A fragilidade do sistema bancário passa a ser um obstáculo à implementação da política monetária.
21. Em Montes (2008) é apresentada uma abordagem que explora os conceitos de reputação e credibilidade e suas importâncias em um contexto em que as políticas dos Bancos Centrais não são neutras. O trabalho apresenta os conceitos de credibilidade e reputação desenvolvidos pela ortodoxia e contribui com novos conceitos, baseados na teoria pós-keynesiana, que dão margem à realização de uma nova análise de como o tipo de reputação desenvolvido pela autoridade monetária afeta o estado de expectativas dos agentes.
22. Aqueles que defendem a neutralidade argumentam a favor da necessidade de utilização de algum tipo de política baseada em regras: (i) que garantam a aplicação de ações dinamicamente consistentes, (ii) que não tornem possível a ocorrência do viés inflacionário e (iii) que ajudem no alcance do principal objetivo do Banco Central (inflação baixa e estável).
23. Acerca da eficácia da política monetária para a TPK, Carvalho (2000) destaca a preferência pela liquidez dos bancos como um obstáculo a ser transposto pela autoridade monetária que almeja estimular os investimentos e, assim, o emprego e o produto.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDERSEN, T. M. Credibility of policy announcements: the output and inflation costs of disinflationary policies. *European Economic Review*, v. 33, n. 1, jan. 1989.
- BACKUS, D.; DRIFILL, J. Inflation and reputation. *The American Economic Review*, v. 75, p. 530-38, 1985a.
- . Rational expectations and policy credibility following a change in regime. *Review of Economic Studies*, v. 52, n. 2, 1985b.
- BARRO, R. J. Rational expectations and the role of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 2, jan. 1976.
- . Reputation in a model of monetary policy with incomplete information. *Journal of Monetary Economics*, v. 17, p. 3-20, 1986.
- . Unanticipated money growth and unemployment in the United States. *American Economic Review*, n. 67, mar. 1977.
- BARRO, R. J.; GORDON, D. B. A positive theory of monetary policy in a natural rate model. *Journal of Political Economy*, v. 91, n. 41, 1983a.
- . Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, v. 12, n. 1, p. 101-22, 1983b.

- BERK, J. M. Monetary transmission: what do we know and how can we use it? *BNL Quarterly Review*, n. 205, jun. 1998.
- BLACKBURN, K.; CHRISTENSEN, M. Monetary policy and policy credibility: theories and evidence. *Journal of Economic Literature*, v. 27, n. 1, mar. 1989.
- BLANCHARD, O. J. Credibility, disinflation and gradualism. *Economic Letters*, v. 17, n. 3, 1985.
- CARVALHO, F. C. et al. Economia monetária e financeira; teoria e prática. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- CARVALHO, F. C. Mr. Keynes and the post keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy. *Edward Elgar Publishing*, 1992.
- . Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 25, n. 4, out./dez. 2005.
- CUKIERMAN, A. Central Bank Behavior and Credibility: some recent developments. *Federal Reserve Bank of St. Louis*, 1985.
- CUKIERMAN, A.; MELTZER, A. H. The credibility of monetary announcements. In: NEUMAN, Manfred J. M. (Ed.). *Monetary policy and uncertainty*. NY: Duncker and Humbolt, 1986.
- DEQUECH, D. Expectations and confidence under uncertainty. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 21, n. 3, Spring, 1999.
- DRAZEN, A. *Political Economy in Macroeconomics*. [S. l.]: Princeton University Press, 2000.
- ESTRELLA, A. *Financial innovation and the monetary transmission mechanism*. Focus on Austria, Oesterreichische Nationalbank, 2001. Artigo acessado em 05 de abril de 2007, no site: www.newyorkfed.org/research/economists/estrella/estrellapaper.pdf.
- FERRARI FILHO, F.; CONCEIÇÃO, O. A. C. The concept of uncertainty in post keynesian theory and in institutional economics. *Journal of Economic Issues*, v. XXXIX, n. 3, set. 2005.
- KEYNES, J. M. (1971) *A treatise on money*. Londres: MacMillan, 2005. v. I e II.
- . *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Atlas. 1982.
- KUTTNER, K. N.; MOSSER, P. C. The monetary transmission mechanism: some answers and further questions. *FRBNY Economic Policy Review*, maio. 2002.
- KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: the Inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economic*, v. 85, n. 3. 1977.
- LUCAS JR, R. E. Expectations and the neutrality of money. *Journal of Economic Theory*, n. 4, abr. 1972a.
- . Econometric testing of the natural rate hypothesis. In: OTTO E. (Ed.). *The econometrics of price determination*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 1972b.
- . Some international evidence on output-inflation tradeoffs. *The American Economic Review*, jun. 1973.

- MENDONÇA, H. F. de. Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro. *Economia e Sociedade*, Campinas n. 16, p. 65-81, jun. 2001.
- MINSKY, H. *John Maynard Keynes*. Nova York: Columbia University Press, 1975.
- . *Can 'IT' happen again? Essays on instability and finance*. Nova York: M. E. Sharpe, 1982.
- . *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.
- . *Induced investment and business cycles*. [S. l.]: Edward Elgar Publishing Limited, 2004.
- MISHKIN, F. Symposium on the monetary transmission mechanism. *Journal of Economic Perspectives*, v. 9, n. 4. Fall, 1995.
- MOLLO, M. L. R. Ortodoxia e heterodoxia monetárias: a questão da neutralidade da moeda. *Revista de Economia Política*, v. 24, n. 3, jul./set. 2004.
- MONTES, G. C. *Reputation, credibility and monetary policy effectiveness*. ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 1. Campinas: UNICAMP, 2008.
- MONTES, G. C.; FEIJÓ, C. A. Reputação, credibilidade e transparência da autoridade monetária e o estado de expectativa. *Economia e Sociedade*, v. 16, n. 2, ago. 2007.
- MUTH, J. F. Rational expectations and the theory of price movements. *Econometrica*, v. 29, n. 3, jul. 1961.
- . Dinâmica da firma bancária: uma abordagem não-convencional. *Revista Brasileira de Economia*, v. 53, n. 3, jul./set. 1999b.
- PAULA, L. F. R. de. Teoria da firma bancária. In: PAULA, L. F. de; Sicsú J. (Org.). *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 1999a.
- . Riscos na atividade bancária em contexto de estabilidade de preços e de alta inflação. *Revista Análise Econômica*, v. 18, n. 33, 2000.
- ; L. F. R.; ALVES JÚNIOR, A. J. Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskiano. *Revista Análise Econômica*, ano 21, n. 39, mar. 2003.
- ROGOFF, K. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 100, nov. 1987.
- SARGENT, T. J. Rational expectations, the real rate of interest, and the natural rate of unemployment. *Brooking Papers on Economic Activity*, 1973.
- SARGENT, T. J.; WALLACE, N. Rational expectations, the optimal monetary instrument, and the optimal money supply rule. *Journal of Political Economy*, 83, abr. 1975.
- . Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, p. 1-17, Fall. 1981.
- SELLON JR., G. H. Expectations and the monetary policy transmission mechanism. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, fourth quarter 2004.
- WOODFORD, M. Central Bank Communication and Policy Effectiveness. *NBER Working Paper* n. 11.898, dez. 2005.