



Uma revolução na teoria monetária

Antonio Delfim Netto
24/08/2010 – Valor Econômico

Está em construção, em resposta à crise de 2007/09, nova teoria monetária, mais ambiciosa e mais realista do que os modelos usados pelos BCs

A "Federal Reserve Bank of St. Louis Review" é uma das mais importantes revistas que acolhem trabalhos teóricos e empíricos sobre a economia monetária. Quase centenária, ela acaba de publicar num número antológico (vol. 92, julho/agosto 2010), cinco artigos muito importantes. Quatro foram apresentados na 34ª conferência anual do banco, realizada entre 15 e 16 de outubro de 2009. Seu objetivo era focar na teoria e na sua aceitação empírica nas economias monetárias com fricções financeiras e analisar as políticas não convencionais propostas para superar as crises financeiras. Trata-se de leitura obrigatória para todos que se preocupam com o problema, principalmente para os que até hoje se supõem portadores de uma "ciência monetária".

A informação global é que está em construção, em resposta à crise de 2007/09, uma nova teoria monetária, mais ambiciosa e mais realista do que os modelos que vêm sendo utilizados por todos os bancos centrais do mundo. Esses, praticamente, continuam a ignorar o papel da moeda, dos bancos, dos demais intermediários financeiros, das formas de pagamentos e o comportamento dos ativos financeiros.

A tragédia da crise colocou em evidência a pobreza do modelito (novo-keynesiano ingênuo), de três equações que, com alguns adendos "ad hoc", orientam a política monetária, inclusive no Brasil. Os novos modelos (e são mais de um) e o fato de estarem em construção e não terem ainda sido submetidos à tortura empírica, dão uma justificativa ainda maior para os argumentos daqueles que: 1) apoiam a autonomia operacional dos bancos centrais, mas; 2) têm sérias dúvidas sobre se esses são mesmo portadores de uma "ciência monetária" incontestável.

Base e multiplicador monetário

Nos EUA, entre jan/2006 e jul/2010



Fonte: Fed St. Louis. Elaboração: Ideios Consultoria

Não se trata apenas de incorporar àquele modelo a moeda, o crédito e os "spreads" dos ativos financeiros (inclusive a taxa cambial), mas de como retirar dos bancos centrais o incentivo perverso (quando no regime de metas inflacionárias) de conquistar sua credibilidade superestimando a ultradiscutível taxa de juro real de "equilíbrio" e subestimando o misterioso agregado a que se dá o nome pomposo de "produto potencial".

O próprio criador da famosa fórmula de Taylor (o economista J.B. Taylor, autor de uma das equações do tal modelo) fala em introduzir nela a taxa cambial e os "spreads" dos ativos financeiros, o que tornará sua aplicação mais complexa.

O reconhecimento da extrema complexidade que envolve a política monetária quando ela precisa cuidar de todos esses aspectos da realidade, reintroduziu "ferramentas" já utilizadas no passado ("quantitative easing"): empréstimo direto ao sistema financeiro, empréstimo direto ao sistema não financeiro pelo Tesouro e mudança na remuneração das reservas compulsórias para forçar a disseminação da "liquidez". Dá, assim, nova vida à velha suspeita que a política monetária controlada apenas pela taxa de juros pode funcionar mal. Sem os outros instrumentos (até aqui execrados pelos fundamentalistas do equilíbrio geral e crentes na autorregulação do sistema financeiro) ela tem muita dificuldade para superar a crise.

O gráfico abaixo, onde se registra a "base monetária" e o "multiplicador", mostra como é correta a velha ideia que, por si mesma, a política monetária que usa só a taxa de juros é apenas "capaz de levar o cavalo à fonte, mas não pode obrigá-lo a beber"...

Incidentalmente, a leitura dos quatro artigos (mais o outro no mesmo número da revista) reafirmou a minha simpatia com relação ao último comportamento do Copom, tão condenado pelos nossos "cientistas" financeiros. Surpreendido pelo que julgou ser uma "mudança" da situação e intuindo que a "teoria" em que confia "não é nenhuma Brastemp", revelou adequada cautela e alguma humildade. Optou pelo axioma de Brainard: quando você não sabe bem o que está fazendo, faça devagar, por favor.

É claro que a situação externa pode mudar e elevar os preços das nossas exportações. Quando e se isso acontecer vamos apenas continuar valorizando o câmbio pela elevação da taxa de juros, como temos feito nos últimos 15 anos?

Antonio Delfim Netto é professor emérito da FEA-USP, ex-ministro da Fazenda, Agricultura e Planejamento. Escreve às terças-feiras

E-mail: contatodelfimnetto@terra.com.br