

**Juan Matías De Lucchi**

**A ABORDAGEM DA MOEDA ENDÓGENA, CONVERSIBILIDADE E  
PÓS-CONVERSIBILIDADE ARGENTINA (1991-2010)**

Dissertação apresentada ao Instituto de  
Economia da Universidade Federal do Rio  
de Janeiro como requisito parcial para  
obtenção do Título de Mestre em  
Economia.

Orientador: Prof. Dr. Franklin Serrano  
Co-orientador: Prof. Dr. Ricardo Summa

Rio de Janeiro  
Nov. 2011

**Juan Matías De Lucchi**

**A ABORDAGEM DA MOEDA ENDÓGENA, CONVERSIBILIDADE E  
PÓS-CONVERSIBILIDADE ARGENTINA**

Dissertação apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como requisito parcial para obtenção do Título de Mestre em Economia.

Aprovado em:

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Dr. Franklin Serrano (UFRJ) (orientador)

---

Prof. Dr. Ricardo Summa (UFRJ) (co-orientador)

---

Prof. Dr. André Luis Cabral de Lourenço (UFRN)

*Dedico esta dissertação a minha avó “Tata”*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço profundamente o apoio geral e incondicional de meus pais, Teresa Beatriz e Juan Enrique, e da minha irmã María Jimena.

Não quero deixar de mencionar a Shiva que foi minha companheira, incluso na distância, durante grande parte deste período.

Agradeço aos professores Franklin Serrano e Ricardo Summa pelo ensino, orientação e debates além dos cursos. O professor Franklin Serrano tem sido uma referência acadêmica central na minha formação.

Também agradeço a todos os professores do Instituto de Economia da UFRJ que tive a oportunidade de conhecer nas aulas e nos corredores. Especialmente quero agradecer ao professor Eduardo Crespo pelas infinitas conversas que tanto me serviram como assim também por ter me convencido de estudar aqui. Também agradeço aos pesquisadores argentinos Fabián Amico e Alejandro Fiorito pela colaboração.

Agradeço à Universidade Federal do Rio de Janeiro pela oportunidade de cursar o mestrado e me abrir suas portas plenamente sem condicionamentos por ser estrangeiro.

Agradeço ao Governo Federal brasileiro e ao CNPq pelo apoio financeiro e pelo seu compromisso com minha formação acadêmica. Sem o Programa Estudante-Convênio de Pós-Graduação tudo tivesse sido quase impossível.

Agradeço a todos os colegas e amigos que fiz durante todo este tempo e espero que nunca se perca o contato a pesar das eventuais distancias geográficas.

Por último, sinto a necessidade de agradecer à cidade do Rio de Janeiro e ao povo brasileiro pela hospitalidade e recepção. Sinto que além da Argentina, tenho uma segunda casa.

## RESUMO

Trata-se de um trabalho de Teoria e Política Monetária dividido numa Parte I teórica e uma Parte II empírica. A luz da abordagem heterodoxa da moeda endógena, e taxa de juros exógenos, na Parte I, se analisa o debate pós-keynesiano estruturalismo/horizontalismo. Assim, se demonstram os limites dos modelos ortodoxos e heterodoxos de moeda exógena, os limites dos modelos estruturalistas com “curva” de oferta monetária positivamente inclinada, os limites dos modelos quantitativistas de moeda endógena (Novo Consenso) e os limites dos modelos “endogenistas” derivados do modelo Mundell Fleming com regime de câmbio fixo para economia aberta. Na Parte II, apresenta um modelo alternativo à visão dominante sobre o funcionamento de fato da Conversibilidade Argentina (1991-2002) e se analisam os temas de relevância monetária, como esterilização, taxa básica de juros e metas quantitativas durante a pós- Conversibilidade (2002-2010)

**Palavras-Chave:** Moeda Endógena, Taxa de Juros Exógena, Moeda Exógena, Argentina.

## ABSTRACT

It is a work of Monetary Policy and Theory divided into a Theoretical Part I and an Empirical Part II. In light of a heterodox approach of endogenous money and exogenous interest rates, In Part I, it analyzes the post- Keynesian structuralism/horizontalism debate. The limits of the orthodox and heterodox models of exogenous money are demonstrated, along with the limits of the upward sloping “curve” of structuralist models of money supply, the quantitative models of endogenous money (New Consensus) and the models derived from the Mundell Fleming model with fixed exchange rate regime for an open economy. In Part II, it presents an alternative model to the dominant view on the functioning Argentinean Convertibility (1991-2002) and analyzes the monetary issues of relevance, as sterilization, basic interest rates and quantitative targets during post-Convertibility (2002 -2010)

**Key-words:** Endogenous Money, Exogenous Rate of Interest, Exogenous Money, Argentina.

## SUMÁRIO

LISTA DE GRÁFICOS, QUADROS E TABELAS .....	9
<b>INTRODUÇÃO</b> .....	10
<b>PARTE I:</b>	
A ABORDAGEM DA MOEDA ENDÓGENA, OS DEBATES INTERNOS E ALGUMAS OBSERVAÇÕES.....	14
1. INTRODUÇÃO .....	15
2. BREVE APRESENTAÇÃO DA ABORDAGEM DA MOEDA EXÓGENA .....	16
2.1. MOEDA EXÓGENA NA <i>TEORIA GERAL</i> .....	20
3. A ABORDAGEM DA MOEDA ENDOGENA PARA ECONOMIA FECHADA.....	21
3.1. MULTIPLICADOR MONETÁRIO OU DIVISOR DO CRÉDITO? .....	24
3.2. O “ESTRUTURALISMO” PÓS-KEYNESIANO.....	27
3.3. O “HORIZONTALISMO” PÓS-KEYNESIANO.....	33
3.4. O DEBATE PÓS-KEYNESIANO À LUZ DA ABORDAGEM DA TAXA DE JUROS EXOGENA .....	34
3.5. O RACIONAMENTO DE CRÉDITO .....	48
3.6. UM COMENTÁRIO SOBRE “CURVAS” MARGINALISTAS .....	53
3.7. ENDOGENIA MONETÁRIA ORTODOXA? .....	56
4. A ABORDAGEM DA MOEDA ENDOGENA PARA ECONOMIA ABERTA COM CÂMBIO FIXO.....	60
4.1. O MODELO MUNDELL FLEMING COM REGIME DE CÂMBIO FIXO E ALGUNS COMENTÁRIOS CRÍTICOS. ....	60
4.2. A “ESTERILIZAÇÃO” MONETÁRIA E OS MECANISMOS DE COMPENSAÇÃO ENDÓGENOS .....	65
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	71
<b>PARTE II:</b>	
A ABORDAGEM DA MOEDA ENDÓGENA E OS REGIMES MONETARIOS ARGENTINOS (1991-2010).....	74
6. INTRODUÇÃO .....	75
7. ARGENTINA (1991-2002): A ABORDAGEM DA MOEDA ENDOGENA E A CONVERSIBILIDADE.....	77
7.1 INTRODUÇÃO .....	77
7.2. CONVERSIBILIDADE, SOBREVALORIZAÇÃO CAMBIAL E DESINFLAÇÃO .....	77
7.3. A VISÃO DOMINANTE SOBRE O FUNCIONAMENTO DA CONVERSIBILIDADE.....	85
7.5. UMA VISÃO ALTERNATIVA SOBRE O FUNCIONAMENTO DA CONVERSIBILIDADE.....	103
7.6. CONCLUSÃO .....	119
8. ARGENTINA (2002-2010): A ABORDAGEM DA MOEDA ENDOGENA E A POST- CONVERSIBILIDADE.....	120
8.1 INTRODUÇÃO .....	120
8.2. DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL, PESIFICAÇÃO E INFLAÇÃO .....	120
8.3. O MERCADO INTERBANCÁRIO Y O MERCADO PRIMÁRIO DE LEBACS E NOBACS .....	128
8.4. UM COMENTÁRIO SOBRE AS METAS QUANTITATIVAS DO BCRA.....	138
8.5. CONCLUSÃO .....	152
9. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	153
<b>CONCLUSÃO</b> .....	155
REFERÊNCIAS .....	157

## Lista de Gráficos, Quadros e Tabelas

Gráfico 1: Oferta monetária exógena (curva vertical)_____	19
Quadro 1: Multiplicador monetário vs. divisor de crédito_____	25
Gráfico 2: Oferta monetária endógena “estruturalista” (curva positivamente inclinada)_____	30
Gráfico 3: Oferta monetária endógena “horizontalista” (curva horizontal)_____	33
Quadro 2: Exogenismo neoclássico, Estruturalismo e Horizontalismo_____	34
Gráfico 4: Oferta monetária “estruturalista” e “horizontalista” (Fontana, 2003)_____	42
Gráfico 5: Variações da taxa de empréstimos em tempo discreto_____	42
Gráfico 6: O racionamento de crédito (Wolfson, 1996)_____	50
Gráfico 7: O “excesso” de oferta de crédito_____	52
Quadro 3: Endogenia Mundell Fleming (câmbio fixo) e Endogenia heterodoxa (horizontalista)_____	65
Gráfico 8: Esterilização: Aumento da taxa de juros dos títulos públicos_____	69
Gráfico 9: Esterilização: Deslocamento para a direita da demanda por títulos públicos_____	69
Gráfico 10: Esterilização endógena representada em termos “horizontalistas”_____	70
Tabela 1: IPC e PIB (1989 – 2002)_____	84
Gráfico 11: Geração e Consumo de Reservas internacionais na Conversibilidade_____	90
Gráfico 12*: Agregados Monetários e Reservas Internacionais na Conversibilidade_____	92
Gráfico 13*: Agregados Monetários e Reservas Internacionais sobre PIB na Conversibilidade_____	92
Gráfico 14*: Agregados Monetários sobre Reservas Internacionais_____	93
Quadro 4: Inflação: Ortodoxia e Heterodoxia_____	96
Gráfico 15*: Evolução do crédito em pesos e dólares na Conversibilidade_____	114
Gráfico 16*: Créditos sobre Reservas Internacionais na Conversibilidade_____	115
Gráfico 17*: Créditos sobre Depósitos na Conversibilidade_____	115
Gráfico 18*: Créditos sobre PIB corrente na Conversibilidade_____	115
Gráfico 19*: Balanço de Pagamentos, Crédito Interno e Reservas Internacionais na Conversibilidade_____	115
Gráfico 20*: Crédito desagregado em pesos e dólares para o setor público e privado_____	117
Gráfico 21*: Taxa de câmbio nominal na pós-Conversibilidade_____	121
Gráfico 22*: Agregados Monetários (nominal) e reservas internacionais na pós-Conversibilidade_____	125
Gráfico 23*: Agregados Monetários (% PIB) na pós-Conversibilidade_____	125
Quadro 5: Crédito/PIB por países selecionados (junho 2011)_____	126
Gráfico 24*: Créditos Bimonetários (%PIB) na pós-Conversibilidade_____	127
Gráfico 25: Grau de Dolarização Bancária (1992-2006)_____	127
Gráfico 26: Esquema do Corredor no mercado interbancário_____	131
Gráfico 27*: Corredor de passes passivos e ativos e a taxa interbancária Call (2004-2008)_____	133
Gráfico 28*: Taxas: Call, BADLAR e Depósitos a prazos 30-44 dias_____	133
Gráfico 29*: Evolução das Lebacs e Nobacs, passes líquidos e redescontos_____	135
Gráfico 30*: Evolução das Lebacs e Nobacs mais os passes líquidos (% Base Monetária)_____	137
Gráfico 31*: Grau de esterilização (2003-2010)_____	138
Quadro 5*: BCRA: Objetivos e instrumentos segundo o Programa Monetário e a Política Monetária efetiva_____	142
Quadro 6*: BCRA: Cumprimento das metas quantitativas (2003-2010)_____	145
Gráfico 32: Programa Monetário 2005_____	147
Gráfico 33: Programa Monetário 2010_____	148
Gráfico 34: Programa Monetário 2010 (atualização)_____	148

\* Elaboração própria em base de dados do BCRA

## INTRODUÇÃO

A história econômica argentina apresenta um grande desafio acadêmico pela sua complexidade, sobretudo em temas monetários. Sem exagero, a Argentina pode ser vista como um laboratório de pesquisa tanto pelos seus históricos problemas monetários quanto pela quantidade de tentativas diversas de políticas e regimes monetários “testados”. Como simples reflexo desta história o *Banco Central de la República Argentina* (BCRA) registra 56 presidentes desde sua fundação, o 31 de Maio de 1935.

Só desde o retorno ao sistema democrático representativo em 1983 a Argentina já registrou duas confiscações de depósitos bancários (1989, 2001), várias maxi-desvalorizações (1989, 1990, 1991, 2002), duas crises hiper-inflacionárias (1989, 1990) e um *default* da dívida externa (2001). Em todos os casos os colapsos econômicos foram por restrição externa acompanhados às vezes por processos de hiperinflação como em 1989-90 ou de deflação como em 2001-2002.

Neste período a Argentina passou de ter um descontrole da taxa de câmbio no mercado “livre” com desvalorizações nominais periódicas durante o governo do presidente Alfonsín a ter um regime de *currency board* com câmbio fixo sobrevalorizado durante os governos dos presidentes Menem e De la Rúa.

Uma constante nestas crises foi a dificuldade do estado nacional para impor sua soberania monetária diante persistentes corridas financeiras para o dólar. Talvez aqui esteja a causa da desmesurada relevância que os *policy makers* e economistas argentinos dão à base monetária na formulação da política econômica. No entanto é importante realçar que estes problemas de balança de pagamentos não foram consequência da “preferência” pelo dólar ou da alta “incerteza” idiossincrática dos argentinos, mas resultado monetário de históricos problemas estruturais de restrição

externa. As últimas duas crises argentinas tiveram aos desequilíbrios no balanço de pagamentos no núcleo do problema, que dependendo do contexto macroeconômico e monetário o colapso tomou a forma de crises hiperinflacionárias ou de *default* da dívida pública externa.

Estas duas crises foram incluso seguidas por regimes macroeconômicos e monetários bem diferentes sempre com a tentativa de resolver o mesmo problema estrutural. Enquanto depois da crise de 1989-91 a Argentina adotou um regime de “juros alto e câmbio baixo” com a Conversibilidade, depois da crise de 2001-2002 se adotou um regime de “juros baixo e câmbio alto” com a pós-Conversibilidade.

Incluso não deixa de ser um paradoxo que num país com reiterados processos de destruição da sua própria moeda a academia econômica teve a oportunidade de verificar desde o inicio a validade da “teoria estatal da moeda” (Knapp, 1924) quando em 2001 no contexto de um conselho da moeda em extinção com restrição externa e racionamento de crédito externo o estado nacional e os estados provinciais começaram a emitir sua própria “moeda” (ou “quase-moedas” como foram chamadas) para cumprir com o gasto nacional e provincial aprovado nos seus orçamentos respectivos<sup>1</sup>. Estas quase moedas conseguiram se tornar substitutos perfeitos do *peso*, a moeda nacional, para várias transações correntes quando se legalizou o pagamento de determinados impostos nacionais e provinciais com estes meios de pagamentos.

Por outro lado, a “dolarização” que na Argentina parece estar no centro da problemática não foi só um processo incentivado desde o próprio banco central com

---

<sup>1</sup> Estes títulos, como os conhecidos “Lecop” do estado nacional e “patacón” da Província de Buenos Aires, simplesmente eram títulos a prazo e sem taxa de desconto que substituíram as funções do peso, a moeda de curso legal nacional.

a Conversibilidade, mas também um problema constante na história monetária recente com um grau de desenvolvimento endógeno quando a restrição externa interrompeu o crescimento econômico.

Em soma, este trabalho é uma pesquisa de teoria e política monetária, mas não uma dissertação geral dos problemas monetários argentinos das últimas décadas. Esta pesquisa, só estudará o núcleo dos dois últimos regimes monetários à luz da abordagem da moeda endógena e taxa de juros exógena. Em outras palavras, o objeto de estudo é verificar nas últimas experiências argentinas a validade desta abordagem, isto é, a irrelevância da base monetária como instrumento de política e sua determinação residual no circuito monetário, entre outras coisas.

A principal razão desta escolha de pesquisa é que apesar das diferenças macroeconômicas e das características do regime monetário propriamente dito entre o período da Conversibilidade e o período da pós-conversibilidade em ambos os casos se verificou um regime de câmbio fixo (formalmente na Conversibilidade) ou de “flutuação administrada”, mas bem administrada (na pós-conversibilidade que tomaremos como efetivamente “fixo” no mediano prazo).

Na literatura convencional se reconhece a “endogenia” monetária numa economia aberta com regime de câmbio fixo. Mas neste trabalho o desafio será verificar não a “endogenia” neoclássica derivada do modelo Mundell – Fleming, mas a abordagem da moeda endógena liderada pela demanda de crédito e determinada pelos bancos, incluso sob um regime de *currency board*.

Por tanto é imprescindível realizar uma resenha dos aspectos relevantes da literatura heterodoxa que se reconhece dentro da abordagem da moeda endógena. No entanto, esta literatura não apresenta um consenso básico sobre a extensão da

endogenia monetária e muito menos sobre determinação da taxa de juros privada de longo prazo. Desta forma, será um passo obrigatório desenvolver com relativa rigorosidade estas diferenças ao interior do debate heterodoxo para concluir logo com uma linha teoria sólida que permita sustentar a pesquisa empírica.

Este trabalho se divide marcadamente numa Parte I teórica e numa Parte II empírica. Na Parte I, se desenvolverão as bases teóricas da abordagem da moeda endógena e seu debate interno, e se fixará uma posição teórica sobre pontos relevantes como a determinação da taxa monetária de juros.

Na Parte II, analisaremos os temas que sejam considerados relevantes para verificar e justificar a abordagem da moeda endógena na Conversibilidade e na pós-Conversibilidade.

**PARTE I:**  
**A ABORDAGEM DA MOEDA ENDÓGENA, OS DEBATES INTERNOS E  
ALGUMAS OBSERVAÇÕES**

## 1. INTRODUÇÃO

Esta Parte I tentará aprofundar no significado da moeda endógena na tradição heterodoxa. Desta forma, se realizará uma resenha do debate pós-keynesiano entre os chamados “estruturalistas” e os “horizontalistas” com o objetivo de apresentar em forma documentada os principais pontos de convergência e divergência, basicamente sobre a determinação da taxa de juros privada de longo prazo. Logo desta apresentação determinaremos o marco teórico deste trabalho baseado no que alguns autores chamaram de abordagem da taxa de juros exógena.

No entanto, também é necessário realizar um pequeno resumo das principais características dos modelos “verticalistas” onde a moeda é exógena. Como se analisará, se deve tomar com cuidado as associações endogenia-heterodoxia e exogenia-ortodoxia, pois muitos trabalhos heterodoxos assumem moeda exógena (sendo a *Teoria Geral* o mais relevante) e muitos trabalhos ortodoxos assumem moeda endógena. No entanto, a abordagem da moeda endógena é uma plataforma teórica indispensável para estabelecer uma crítica geral da teoria neoclássica.

Desta forma, o capítulo 2 faz uma pequena resenha dos fundamentos da exogenia monetária e do conceito do multiplicador monetário. No capítulo 3, se realiza uma resenha do debate estruturalismo/horizontalismo e se realça a abordagem da taxa de juros exógena. No entanto, além de que esta última visão apresente uma aparente característica “horizontalista” comum se realizará uma delimitação teórica sobre os problemas metodológicos “marginalistas” em que incorrem todas as correntes pós-keynesianas. Também, se esclarecerão os limites do endogenismo ortodoxo próprio do chamado “novo consenso”.

Por último, no capítulo 4 se apresentará o “endogenismo” para economia aberta derivado do modelo Mundell Fleming com regime de câmbio fixo e a

correspondente crítica heterodoxa que será de central utilidade como marco teórico para desenvolver a Parte II empírica.

## **2. BREVE APRESENTAÇÃO DA ABORDAGEM DA MOEDA EXÓGENA**

A abordagem da moeda exógena está baseada na ideia de que a quantidade de moeda ou estoque de moeda é um fenômeno monetário independente (exógeno) do processo de produção. A abordagem da moeda exógena tem formado parte dos pressupostos originários da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) que propõe basicamente que: a) o estoque de moeda é proporcional ao nível de preços, b) há uma causalidade que vá ao sentido da moeda para os preços, c) os fatores não-monetários podem determinar mudanças de preços relativos que se compensem entre si, de modo que o nível geral de preços (preços absolutos) permanece inalterado, e d) a moeda é neutra no longo prazo, isto é, fatores monetários não afetam a economia real no longo prazo.

Duas equações ficaram como as mais conhecidas representações formais da teoria quantitativa: a equação “de Fisher” e a equação “de Cambridge”. A versão mais popular da identidade de Fisher estabelece que a oferta monetária (ou estoque de moeda) vezes a velocidade de circulação da moeda é igual ao nível geral de preços vezes o produto interno bruto real:

$$M^s V \equiv PY$$

Entretanto a identidade de Cambridge dá ênfase na demanda monetária e afirma que os indivíduos mantêm uma fração  $k$  de sua renda sob a forma de encaixes nominais:

$$M^d \equiv kPY$$

Portanto, dado que o estoque de moeda é considerado exógeno e que a equação de Fisher representa a oferta e a equação de Cambridge a demanda monetária, em equilíbrio se obtém que:

$$M = M^s = M^d = \frac{1}{v}PY = kPY$$

$$k = \frac{1}{v}$$

onde  $k$  é um inverso da velocidade de circulação da moeda, também chamada “constante marshalliana”.

Mas em qualquer caso destas equações a única forma que o quantitativismo tenha alguma lógica interna é assumindo que a velocidade  $V$  é constante e o produto  $Y$  é fixo. Em outras palavras, significa que a velocidade da moeda é suficientemente estável para variar lentamente ao longo do tempo e que a economia opera com pleno emprego e plena utilização da capacidade. Nestas condições, é óbvio que qualquer variação da quantidade de moeda reflete equiporionalmente numa variação do nível de preços.

No entanto, devemos mencionar que moeda exógena não é sinônimo de “quantitativismo”, pois como veremos em outro capítulo o quantitativismo pode ser compatível como uma abordagem de moeda endógena, como no chamado “novo consenso”. Mas sem dúvida, a abordagem da moeda exógena é característica de modelos monetaristas, da síntese neoclássica e inclusive de modelos heterodoxos keynesianos ou marxistas como em Rowthorn (1977).

Em suma, moeda exógena significa controle direto da base monetária e indireta da quantidade total de moeda pelo banco central. O controle da base monetária, por meio de operações de *open market* iniciadas pelo banco central, e o controle do agregado M1, por exemplo, por meio do multiplicador monetário estável.

Em uma economia monetária de produção os meios de pagamentos correntes podem ser definidos como a soma dos depósitos à vista DV mais o papel moeda em poder do público PMPP:

$$M_1 = DV + PMPP$$

No entanto, a base monetária que é definida pelo banco central é igual às reservas bancárias RB mais o PMPP:

$$H = RB + PMPP$$

Então, como o “exogenismo” assume o controle dos meios de pagamentos? Propondo que a quantidade de moeda é igual à base monetária (totalmente exógena) vezes o multiplicador monetário m:

$$M_1 = m * H$$

$$m \geq 1$$

Para derivar o multiplicador monetário vamos a estabelecer a seguinte simplificação (Serrano, 2002, pp. 4-5): suponha que o PMPP é igual a zero, ou seja, todas as transações do público estão “bancarizadas” (cheque ou cartão de débito automático). Desta forma a oferta de moeda M1 fica igual aos depósitos à vista (M1 = DV) e a base monetária igual às reservas bancárias (H = RB).

Além disso, se deve assumir como hipótese que os bancos emprestam tudo o que podem. Portanto, dado que as reservas bancárias são uma fração r dos depósitos à vista, então a fração efetiva re é igual à fração compulsória rc (requerimentos de encaixes compulsórios) mais a fração voluntária rv (depósitos voluntários dos bancos no banco central). Note-se que sob esta hipótese a fração de reservas desejadas dos bancos está em equilíbrio com os recolhimentos compulsórios.

$$RB = re * DV$$

$$r_e = r_c$$

$$r < 1$$

Desta forma, os o M1 (ou crédito bancário) vai depender do coeficiente exógeno de reservas na seguinte direção:

$$DV \cong \frac{1}{r_e} RB$$

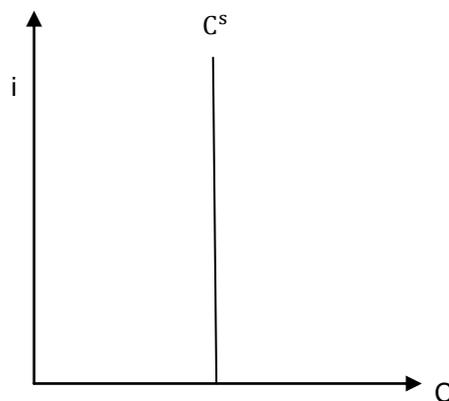
$$M_1 \cong \frac{1}{r_e} H$$

onde nesta economia sem PMPP  $1/r_e$  é igual ao multiplicador monetário  $m^2$ :

$$\frac{1}{r_e} = m$$

Dado que a base monetária é controlada diretamente pelo banco central e que o multiplicador monetário é estável, qualquer variação da base monetária tem um efeito indireto sobre os depósitos à vista, isto é, sobre a quantidade de crédito bancário. Em outras palavras se verifica uma espécie de “lei de Say financeira”. Portanto, como no Gráfico 1, em termos gráficos convencionais, a oferta monetária é uma curva vertical totalmente inelástica à taxa de juros (por esta razão também esta visão é chamada de “verticalismo”):

**Gráfico 1**



---

<sup>2</sup> Note-se que numa economia sem recolhimentos compulsórios o coeficiente de reservas deixaria de ser exógeno, pois agora as reservas efetivas seriam iguais as reservas desejadas dos bancos. O banco central perderia o controle de M1 mais o raciocínio monetário manteria a mesma causalidade que num modelo com recolhimentos compulsórios: reservas determinam depósitos.

## 2.1. Moeda exógena na *Teoria Geral*

No capítulo sobre a “Teoria Geral da Taxa de Juros” da sua obra a *Teoria Geral*, Keynes (1936) apresenta a quantidade de moeda como um estoque exógeno. A *Teoria Geral* é um tratado sobre moeda, mas não sobre bancos. A taxa de juros é um fenômeno monetário e uma variável endógena determinada pela “preferência pela liquidez” dos especuladores de títulos públicos. Dependendo das expectativas sobre a variação da taxa de juros, os especuladores comprarão ou venderão títulos públicos, reduzindo ou expandindo a quantidade de moeda. Mas, o fato de que taxa de juros esteja determinada pela preferência pela liquidez não significa que o banco central não possa influenciá-la por meio de operações de *open market*. Para Keynes, o instrumento de política monetária do banco central é a quantidade de moeda. Uma determinada taxa de juros desejada pelo banco central pode ser um objetivo de política monetária, mas nunca um instrumento de controle. Incluso, através de seu raciocínio terminou afirmando que até os sindicatos poderiam controlar também a quantidade de moeda com o objetivo de alcançar determinada meta de emprego. Se os trabalhadores organizados se baixaram seus próprios salários nominais, expandiriam a oferta monetária, cairia a taxa de juros e aumentaria o investimento e o nível de emprego (Keynes, 1936, p: 208). Também, o problema que apresenta este raciocínio chamado “efeito Keynes” é que pressupõe o mecanismo de substituição de fatores da teoria neoclássica e a existência de uma curva de demanda agregada “bem comportada” que garante o pleno emprego por meio da flexibilidade nominal de salários e preços (Garegnani, 1978; Serrano, 2001; Serrano & Tavares Ribeiro, 2004).

Resumindo, para o Keynes da *Teoria Geral* a moeda é exógena e o instrumento de controle da política monetária. Isto significa que o banco central pode

controlar tanto a base monetária como o resto dos agregados monetários. Sob determinadas metas quantitativas a taxa de juros se torna endógena determinada pela preferência de liquidez da demanda monetária. Note-se que a preferência pela liquidez esta baseada nas expectativas dos demandantes de moeda.

### **3. A ABORDAGEM DA MOEDA ENDOGENA PARA ECONOMIA FECHADA**

A abordagem da moeda endógena esta baseada no conceito de que a criação monetária esta liderada pela demanda de crédito (demanda efetiva) e determinada pelo crédito bancário. Em uma economia monetária, cujo crescimento é liderado pela demanda efetiva não opera a “lei de Say”, mas sim um mecanismo aproximadamente inverso. Obviamente, a demanda não cria instantaneamente sua própria oferta, mas sim induz à expansão da capacidade (o produto potencial não é independente, mas determinado pelo produto corrente) como descreve o Supermultiplicador Sraffiano (Serrano, 1996).

Em uma economia capitalista qualquer gasto determina instantaneamente um fluxo de renda de igual magnitude. Assim, logicamente, os meios de pagamentos devem existir previamente ao momento do gasto. Em uma economia monetária fechada, sem governo e em crescimento os meios de pagamentos demandados para manter a atividade devem necessariamente se apresentar sob a forma de um crédito privado *ex ante*. De esta forma, fica claro que o circuito monetário só se pode desenvolver por meio da existência antecipada de um fluxo de credito que se acomode à demanda de meios de pagamentos necessários para garantir a demanda efetiva. Em outras palavras, a “realização” do fluxo de produto só é possível por

meio de um fluxo monetário do mesmo valor. O crédito bancário precede logicamente ao gasto, e porem, à renda.

Estes conceitos de alguma forma já estão presentes em Marx (1867) quando explica o processo de valoração do capital por meio da formula  $D - M - D'$ , isto é, o processo de transformação da moeda em mais moeda.

Segundo Wray (1999):

Marx, for example, argued that during an expansionary phase, credit substitutes for Money, functioning as the primary medium of Exchange and allowing the volume of transactions to rise. In a crisis, however, only 'narrow money' (Knapp's 'definitive' money) is desired, where it functions primarily as a means of payment to retire debts (and pay taxes) rather than as medium of exchange. In crisis, 'the circulation of [bank] notes as a means of purchase is decreasing' even though 'their circulation as means of payment may increase. (Marx, 1909, p. 542) (Wray, 1999, p. 33).

A criação de moeda-crédito se efetua através de simples movimentos administrativos nos balanços contábeis dos bancos. A firma bancária cria um depósito no mesmo momento em que outorga um empréstimo, pois é a forma em que ele opera. Desta forma, o banco cria simultaneamente um passivo (depósito à vista) quando cria um ativo (crédito). Por isso, na abordagem da moeda endógena a criação monetária está liderada pela demanda, mas determinada em ultima instância pelas decisões dos bancos, pois os bancos não estão obrigados a emprestar.

No entanto, para o banco individual nada garante que os depósitos à vista criados por ele sejam mantidos nesse banco pelos seus clientes. Para o sistema bancário como um todo este problema é irrelevante enquanto os depósitos não saiam do sistema bancário. Mas para o banco individual é relevante a eventual redistribuição dos depósitos agregados do sistema porque isso impacta diretamente na liquidez da firma bancaria.

Apesar do fato que os bancos não têm o monopólio de emissão de base monetária eles determinam largamente a quantidade total de moeda quando respondem á demanda de moeda-crédito. O banco central não tem a capacidade de controlar a quantidade de moeda pelo simples fato de que apenas controla parcialmente a base monetária. Isso significa que a maioria dos meios de pagamentos correntes e agregados monetários estão além do controle do banco central.

Mas que significa que o banco central controla parcialmente a base monetária? Apesar de que a base monetária esteja definida pelo banco central por meio do seu monopólio da sua emissão e sua soberania monetária, ele controla seu estoque parcialmente. A base monetária é parcialmente exógena (ou parcialmente endógena) porque o banco central não pode forçar aos bancos a deter ativos líquidos que não pagam juros, como é o caso das reservas bancárias (ou pagam, mas por debaixo da taxa básica de juros). Assim, se houver um “excesso” de reservas bancárias os bancos as utilizarão para outros fins através de mecanismos compensatórios internos: por exemplo, pagando suas dívidas com o banco central ou aplicando em títulos públicos. Por isso, alguns autores preferem considerar à base monetária um resíduo pleno da quantidade total de moeda (Lavoie, 1992), embora pareça uma posição um pouco extrema. Então, podemos dizer que só transitoriamente o banco central poderia controlar a base monetária. Portanto, parece mais correto afirmar que a base monetária é parcialmente exógena ao invés de ser um resíduo endógeno pleno.

### 3.1. Multiplicador monetário ou divisor do crédito?

Costuma-se argumentar que o banco central controla diretamente a base monetária por meio de operações de *open market* com títulos públicos, ou diretamente por meio da simples “emissão”. Também, se argumenta que o banco central controla além da base monetária os demais agregados monetários utilizando os recolhimentos compulsórios ou requerimentos de reservas mínimas obrigatórias como instrumento de política monetária.

Certamente, um aumento dos encaixes compulsórios ou um forte aumento da taxa de juros (mais precisamente um aumento dos rendimentos dos títulos públicos) através de uma venda massiva de títulos públicos por parte do banco central no *open market* pode causar uma contração monetária. Fortes debates circulam ao redor da elasticidade do investimento às variações da taxa de juros, incluso quando esta cai, mas fica claro que um aumento (redução) da taxa de juros contrai (expande) a demanda de créditos ao consumo.

No entanto, não poderíamos inverter esta lógica quando houver uma queda da taxa de juros ou uma redução dos recolhimentos compulsórios. Como vimos, em primeiro lugar, os bancos não são obrigados a emprestar. Em segundo lugar, uma política monetária expansiva não gera *per se* a correspondente demanda solvente (*creditworthy*) aceita pelos bancos. Em suma, uma política monetária contrativa geralmente é eficaz, enquanto uma política monetária expansiva e isolada não possui os mecanismos de transmissão necessários para expandir a quantidade de moeda.

De trás destes argumentos tão freqüentes nas abordagens convencionais, existe um denominador comum: o multiplicador monetário estável. Para que uma política sobre os encaixes compulsórios ou uma variação da taxa de juros tenha

efeito nos agregados monetários deve operar plenamente um multiplicador monetário estável. No entanto não parece razoável supor a existência de um multiplicador monetário porque não é razoável supor que ele seja estável. Como afirma Tobin (1971), a estabilidade do multiplicador monetário nunca poderia estar sob controle do banco central porque depende de decisões discretivas de portfólio de banqueiros e do público. Portanto, se o multiplicador monetário não é estável (ou mesmo sendo sua eventual “estabilidade” de tipo endógena) sua utilidade conceitual perde o sentido lógico. No entanto, o problema teórico principal do multiplicador monetário não se deve procurar na sua instabilidade, mas na sua própria lógica.

O vínculo entre a base monetária e o M1, por exemplo, deve ser analisado inversamente ao raciocínio do multiplicador monetário. A causalidade deveria ser do M1 para a base monetária, pois os bancos primeiro outorgam créditos e depois captam depósitos, fundos do mercado interbancário ou diretamente assistências financeiras do banco central para logo se ajustar aos requerimentos de encaixes compulsórios ou voluntários. Assim novos créditos criam novos depósitos à vista e não os depósitos (ou as reservas) determinam os créditos. O seguinte Quadro 1 ilustra estes diferentes enfoques do circuito bancário.

**Quadro 1**

Marco de operação do <b>multiplicador monetário</b> : Depósitos → Reservas → Créditos
Marco de operação do <b>divisor de crédito</b> : Créditos → Depósitos → Reservas

Portanto, parece mais acertado visualizar um divisor de crédito ao invés de um multiplicador monetário (Lavoie, 1992). Assim, é importante mencionar que

enquanto o multiplicador monetario teria uma função de apoio à política monetaria (“multiplicando” ou amplificando os efeitos da política sobre os encaixes compulsorios ou sobre as operações de *open market*), o divisor de crédito apenas é uma descrição da forma em que os fluxos de base monetaria acompanham o processo de criação crediticia.

No entanto, o divisor de crédito estável parece omitir a parcialidade exógena da base monetária, pois nesta explicação, a base, pareceria ser um simples resíduo completamente endógeno. Segundo Serrano (2002):

A moral da historia é que em geral a base monetária também é endógena e segue o crescimento de M1. Quando por acaso há algum choque exógeno na base este é absorvido por variações na fração de reservas  $f$  [ $r$ ]. Assim não existe propriamente nem um multiplicador bancário (que requer M1 exógeno) nem um divisor monetário (que requer a base H seja completamente endógeno). Na prática  $1/f$  é apenas a razão *ex post* entre um M1 completamente endógeno e uma base H bastante, mas não inteiramente endógena e varia sem impacto nenhum sobre a taxa de juros. (Serrano, 2002).

Em outras palavras, não é razoavel assumir um divisor de crédito estável, pois na realidade pode ser algo instável (ou bem instável em períodos de instabilidade macroeconômica) dependendo do grau de compensação endógena dos choques exógenos na base monetária. Basta que os mecanismos compensatórios nao sejam nem plenos nem automáticos para que o divisor já não seja totalmente estável. No entanto, enquanto o raciocinio do multiplicador é logicamente inconsistente porque em ultima instancia se trata de uma razão *ex post*, o raciocinio do divisor é correcto porque ele é uma variável *ex ante* que parcialmente determina um fluxo de base monetária residual.

### 3.2. O “estruturalismo” pós-keynesiano

Segundo nosso objeto de estudo, o que chamaremos estruturalismo pós-keynesiano poderíamos sintetizá-lo, por exemplo, em trabalhos de Davidson (1989), Wray (1992) e Carvalho (1993), entre outros autores. Em forma geral podemos resumir desta visão um enfoque que reconhece que a quantidade de moeda é largamente endógena e que incluso o banco central determina exogenamente a taxa de juros dos títulos públicos e a taxa de redesconto. Por outro lado, pela força da concorrência, os estruturalistas reconhecem que as operações com títulos públicos e a possibilidade dos bancos de captar fundos pela *discount window* faz com que normalmente o *spread* privado de curto prazo (taxa interbancária) seja muito baixo e visto em geral como uma *mark up* fixo sobre a taxa pública de curto prazo. Portanto, a ênfase do estruturalismo se reduz simplificadaamente a endogenia da taxa de juros privada (*spread* bancário) de longo prazo (que pode ser menor a um ano)

O estruturalismo post-keynesiano baseia sua teoria monetária na “preferência pela liquidez dos bancos” como determinantes da oferta monetária e não simplesmente na preferência pela liquidez da demanda monetária como na *Teoria Geral* de Keynes.

Como vimos, no esquema expositivo da *Teoria Geral* a quantidade de moeda é só um estoque exógeno (pois não existem fluxos endógenos de moeda-crédito), e a taxa de juros é um fenômeno inteiramente endógeno determinado no mercado de títulos públicos. No seu modelo de dois ativos, moeda e títulos, os agentes realizam suas decisões a partir de suas expectativas sobre a variação da taxa de juros. O que esta por trás de todo o raciocínio são os conceitos de “incerteza” e “liquidez”, onde liquidez significa “saída” na frente de um acontecimento futuro imprevisto e

impossível de prever num mundo que opera sob uma incerteza estatisticamente incalculável.

Mas o modelo de Keynes apresenta uma serie de problemas. Se um mundo sob incerteza induz aos agentes a manter certos graus de preferência pela liquidez por motivos precaucionais, como é possível que sob o mesmo mundo a preferência pela liquidez possa também estar induzida por motivos especulativos? Por um lado, a preferência pela liquidez é utilizada para explicar motivos precaucionais ou mecanismos de defesa da incerteza. Por outro lado, a preferência pela liquidez é utilizada para explicar motivos especulativos ou mecanismos de apostas baseadas em determinadas expectativas ou “certezas”.

Segundo Carvalho (2009):

In other words, the precautionary demand has to do with the *possibility of change*, while the speculative motive is a bet on a *certain direction of change*. (Carvalho, 2009, p. 11).

Em estes termos, o *entrepreneur* keynesiano parece ser um sujeito “bipolar” que pendula do pânico que gera sua incerteza às apostas especulativas do seu *animal spirit*, e vice-versa.

Os estruturalistas pós-keynesianos tentaram reformular estes conceitos dando ênfase na incerteza e nos motivos precaucionais. Desta forma, a explicação de Keynes sobre a determinação da taxa de juros através da demanda especulativa de moeda se torna secundária. Para esta visão, o que importa observar é a preferência pela liquidez dos bancos, pois em ultima instancia são eles quem determinam as taxas de juros de longo prazo, os *spreads* bancários. No entanto, apesar destas reformulações, para os estruturalistas a essência do conceito de preferência pela liquidez se mantém intacto. Segundo Carvalho (1999):

a afirmação fundamental da teoria da preferência pela liquidez permanece a mesma: a taxa de retorno esperada de um ativo tem de ser tal que compense seu grau de iliquidez, dado o grau de incerteza sentida pelos detentores de ativos que determina seu prêmio de liquidez, isto é, o volume de retornos monetários que os agentes estão preparados para abrir mão em troca daquela liquidez. Em consequência, em equilíbrio, como os agentes avaliam a iliquidez de um dado ativo se reflete na sua taxa esperada de retorno e, assim, em seu valor corrente de mercado (Carvalho, 1999, p. 9).

Mas vimos que eles redefinem o conceito em outros termos e realizam uma delimitação conceitual fundamental da *Teoria Geral* ou do chamado “keynesianismo”. Segundo Carvalho (1999):

a maioria da literatura keynesiana, assumiu que preferência pela liquidez significasse demanda por moeda e que a teoria da preferência pela liquidez fosse uma teoria pela qual a taxa de juros seria determinada pela oferta e demanda por moeda. (Carvalho, 1999, p. 5)

Segundo a Keynes (1930) no *Treatise on Money* existiriam duas fontes de expansão da oferta monetária: a criação endógena de moeda por meio do crédito bancário (*the income-generating-finance process*), e a criação exógena de moeda por meio de operações de *open market* do banco central (*the portfolio change process*) (Davidson, 2002). Enquanto o motivo *finance* estaria dentro do que Keynes chamou no *Treatise* da “circulação industrial”, o efeito portfólio estaria dentro da “circulação financeira”.

Segundo Carvalho (1992):

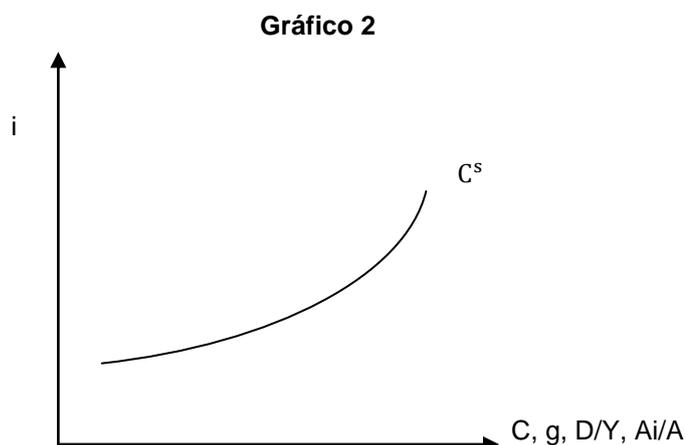
Finance is creation of the amount of money necessary to make some spending plan possible. It is an operation that precedes in time the actual purchase or even the actual production of the investment goods that will be demanded. We may, if we want to stress the point, conceive that investment goods producers produce to order or that they observe bank credit creation to form their short-term expectations so that actual production will only start after finance has been obtained. If production has not been started, income has not yet been generated and thus saving, that are an allocation of current income, cannot yet exist.

Finance is thus the creation of money by the institutions that have the necessary power: banks or monetary authorities. (Carvalho, 1992, p.150).

Mas como a proporção de moeda-crédito geralmente é maior que a proporção de base monetária na quantidade total de moeda, pareceria que por isso o estruturalismo afirma que a moeda é largamente endógena. Segundo Carvalho (1999):

Considerar a preferência pela liquidez dos bancos nos permite discutir se a moeda é ou não endógena, independentemente da questão diversa, que é a de qual instrumento é controlável pelo banco central. Variáveis endógenas são aquelas cujos valores são determinados na solução de um modelo. Uma abordagem da preferência pela liquidez das decisões dos bancos coloca a moeda, isto é, depósitos, como determinada no modelo, sendo assim uma variável endógena, já que a moeda é criada como resultado da decisão privada dos bancos, independentemente de o banco central controlar a base monetária ou a taxa de juros. De fato, essa abordagem nos permite não apenas considerar a moeda como largamente endógena (o que não significa uma visão “horizontalista”) mas também permite seguir o impacto das decisões dos bancos sobre a economia” (Carvalho, 1999, p. 19-20).

A visão estruturalista em certa medida pode também ser vista como uma continuação da teoria do investimento de Kalecki (1937) baseada no “princípio dos riscos crescentes”, e sem dúvida da “hipótese da instabilidade financeira” de Minsky. Esta base analítica pode ser representada em termos gráficos convencionais traçando uma curva de oferta monetária positivamente inclinada como mostra o seguinte Gráfico 2:



O estruturalismo estabelece uma correlação positiva entre, por um lado, o estoque de crédito  $C$ , a taxa de crescimento econômico  $g$ , a taxa de endividamento privado agregado  $D/Y$  e a relação ativos ilíquidos-líquidos  $A_i/A_l$ , e pelo outro lado, a taxa de juros. De esta forma, bem ao estilo minskiano a taxa de juros se torna uma variável endógena dependente do ciclo econômico.

Suponha que o banco central não altera a taxa básica, para assim simplificar a exposição. Segundo a literatura minskiana, o crescimento econômico vai acompanhado por perdas permanentes das margens de seguranças dos bancos, isto é, posições de maior risco ou alavancagem nas aplicações de capital, ou em outros termos, por um aumento permanente do que podemos chamar simplificada da relação de ativos ilíquidos sobre ativos líquidos ( $A_i/A_l$ ). Quando os ativos líquidos se tornam muito escassos nos balanços dos bancos, eles tentarão retornar ao equilíbrio entre retornos e liquidez. Nesta situação, a decisão dos bancos de redistribuir a composição de ativos nos seus balanços reflete num aumento das taxas de juros bancárias ou *spreads* e conseqüentemente numa queda da quantidade de crédito bancário, isto é, uma contração monetária.

Segundo Minsky (1986) a criação monetária é endógena:

Money is created as bankers go about their business of arranging for the financing of trade, investment, and positions in capital assets. An increase in the quantity of money through bank lending to business transforms a desire for investment or capital assets into an effective demand; the creation of money is part of the mechanism by which a surplus is forced and allocated to the production of particular investment outputs. (Minsky, 1986, p. 250)

E além da taxa básica exógena do banco central, o *spread* bancário de longo prazo também é endógeno:

The supply schedule of investment goods rises after some output. However, lender's risk imparts a rising thrust to the supply conditions for capital assets independent of technological-supply conditions. This rising thrust takes a concrete form in the financing conditions that bankers set. In loan and bond contracts, lender's risk is expressed in higher stated interest rates, in terms to maturity, and in covenants and codicils. Covenants and codicils might restrict dividends, limit further borrowings, and constrain the sale of assets; they might also require the maintenance of some minimum stated net worth. Essentially, the covenants and codicils reflect negotiations about the risks and uncertainties the unit faces and the way in which these may impinge upon the lender. Although some risks faced by lenders are expressed in observable increases in interest rates, as leverage increases and the confidence in future cash flows decreases, this observed rise in interest rates is not the full picture of the rise in financing costs. (Minsky, 1986, p. 214)

Também Kalecki (1954) tem um raciocínio semelhante sobre a endogenia monetária, mas sobre a taxa de juros sua argumentação é diferente, pois nem sequer a taxa de juros dos títulos públicos de curto prazo e muito menos de longo prazo são determinadas exogenamente pelo banco central. Segundo Kalecki (1954):

as flutuações cíclicas na taxa de juros a curto prazo podem ser explicadas em termos da oferta de dinheiro por parte dos bancos referida às flutuações do valor das transações,  $T$ . Parece que em geral essa oferta de dinheiro flutua menos que o valor das transações, de forma que a velocidade de circulação e a taxa de juros a curto prazo aumentam na fase de prosperidade e caem na depressão. (Kalecki, 1954, p. 63)<sup>3</sup>.

No estruturalismo os bancos comerciais não são agentes passivos. Isso significa que eles não necessariamente têm uma política passivamente acomodatória em qualquer fase do ciclo. Na lógica estruturalista, seja por riscos de *default* dos empréstimos ou por “escassez” de ativos líquidos nos seus balances,

---

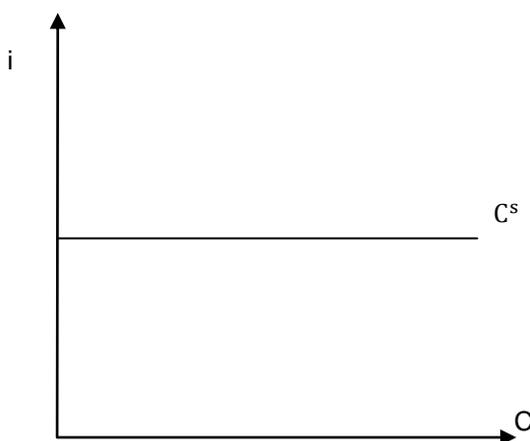
<sup>3</sup> Onde  $T/M = V(r)$ , isto é, a velocidade  $V$  é uma função crescente da taxa de juros de curto prazo ( $r$ ). Por outro lado se conclui desta equação que, dada a função  $V$ , a taxa de juros de curto prazo ( $i$ ) é determinada pelo valor das transações  $T$  e pela oferta monetária  $M$ , que por sua vez é determinada pela política bancária. No entanto, devemos notar que a análise kaleckiana tem algumas particularidades que não podemos estender à base teórica geral do estruturalismo. Pois, para Kalecki nem se quer a taxa de juros de curto prazo dos títulos públicos pareceria estar sob o controle do banco central. Em Kalecki os rendimentos dos títulos de curto prazo são endógenos.

os bancos têm uma política ativa de administração de liquidez, ativos e passivos que refletem em alterações na taxa de empréstimos.

### 3.3. O “horizontalismo” pós-keynesiano

O chamado "horizontalismo" tem suas origens em Kaldor (1982) e Moore (1988). Esta abordagem rejeita o princípio de *spread* bancário crescente e afirma que a curva de oferta creditícia pode ser desenhada em forma horizontal no espaço créditos - juros como mostra o seguinte Gráfico:

Gráfico 3



Desta forma, fica à vista a moeda totalmente endógena e seu “preço” (a taxa de juros) determinado exogenamente. Nesta abordagem, enquanto os agentes privados não bancários são “tomadores” de preços e “fixadores” de quantidades, os bancos comerciais são “fixadores” de preços e “tomadores” de quantidades. Assim, se diz que a oferta monetária é “infinitamente elástica” à taxa de juros. Por tais motivos, o instrumento de política monetária deve ser necessariamente a taxa de juros e em nenhuma circunstância a quantidade de moeda.

O horizontalismo tem a característica de criticar a teoria quantitativa da moeda sem basear-se na a teoria da preferência pela liquidez como o estruturalismo. Para

esta abordagem o conceito de preferência pela liquidez dos bancos é irrelevante, pois mesmo no caso de existir coisa semelhante com relevância macroeconômica, para os horizontalistas está dado. Para eles a taxa básica de juros, controlada diretamente pelo banco central, pode induzir a estrutura de taxas de juros privadas da economia, incluso às taxas de longo prazo. Isto significa que o horizontalismo não precisa da “preferência pela liquidez” de ninguém para explicar a evolução das taxas de juros em geral. Em outras palavras, para um período dado, a taxa de juros é exógena e conseqüentemente a preferência pela liquidez está dada ou não exerce nenhuma função.

O conceito do divisor do crédito estável opera com total plenitude na abordagem horizontalista. Isto significa que incluso a base monetária é totalmente endógena e está liderada pela demanda de moeda-crédito e determinada pelo sistema bancário, tomando a forma de um simples resíduo do circuito monetário.

### 3.4. O debate pós-keynesiano à luz da Abordagem da Taxa de Juros Exógena

O seguinte Quadro 2 serve como aproximação das diferenças e semelhanças entre as visões horizontalistas e estruturalistas em comparação à visão exogenista mais tradicional de índole neoclássica.

**Quadro 2**

	<b>Exogenismo neoclássico</b>	<b>Estruturalismo</b>	<b>Horizontalismo</b>
A moeda entra	na troca	na “circulação industrial e financeira”	na produção
A moeda é	uma necessidade individual	uma convenção social	uma convenção social
A moeda é	um estoque dado	um estoque e um fluxo	um fluxo/refluxo

A moeda é	Exógena	endógena (crédito) e exógena (base monetária), ou seja, largamente endógena	totalmente endógena
As taxas de juros são	todas endógenas (mercado)	Taxa básica exógena Taxa de empréstimos endógenas de longo prazo	Exógenas (convencionais)
O foco do análise é nos	efeitos-substituição e efeitos-portfolio	efeitos-portfolio e efeitos-renda	Efeitos-renda

No debate entre estas duas abordagens diferentes dentro do que podemos chamar de abordagem da moeda endógena a questão mais polemica se dá basicamente no análise sobre a taxa de juros e em menor medida sobre o grau de endogenia monetária.

Vimos que, enquanto no horizontalismo o grau de endogenia da moeda é total, no estruturalismo as operações de *open market* e a política de mudança de portfólios privados são relevantes, que significa certo grau de exogenia da quantidade de moeda ou exogenia da base monetária.

Como no *Treatise*, para os estruturalistas é central a diferenciação entre a circulação industrial e a financeira. Como vimos, na circulação industrial a moeda “faz girar bens e serviços” e é um “meio de troca”. Na circulação financeira, a moeda “faz girar ativos financeiros” e “torna-se um ativo” (Carvalho *et al*, 2001, p. 93). Na circulação industrial claramente a moeda é endógena, e na circulação financeira é exógena. Mas, porque eles dão tanta importância a esta exogenia se sabemos que sua proporcionalmente na quantidade de moeda total é minoritária? Porque segundo eles é na circulação financeira que a moeda se torna em objeto de retenção e se determina a taxa de juros, isto é, o âmbito de operação da preferência pela liquidez em geral, mas bancária em particular.

Desta forma, aqui parece haver um problema, pois por um lado a base monetária parece estar sob controle do banco central via operações de *open market*, mas por outro lado, a base monetária seria uma função da preferência pela liquidez privada, que obviamente está além do controle do banco central e sim determinada pelo grau de incerteza dos agentes privados. Uma possível justificativa desta tensão que se dá simultaneamente na “circulação financeira” é que a preferência pela liquidez para valer não é aquela que se expressa por meio da retenção propriamente de base monetária como ativo (no curto prazo), mas aquela que se expressa com aumentos na taxas de juros privadas de longo prazo.

Segundo o raciocínio estruturalista, um aumento do *spread* bancário é resultado de um aumento da demanda de reservas, isto é, de base monetária. Mas na prática, não se trataria de um aumento absoluto da demanda por saldos inativos (moeda) por parte dos bancos, mas sim de um aumento relativo da demanda por ativos líquidos. Isto é, um aumento da demanda por reduzir a relação ativos ilíquidos – ativos líquidos ( $A_i/A_l$ ).

O horizontalismo não questiona a existência da “circulação financeira” ou de um mercado de estoques de ativos, entre eles moeda ou títulos. O que sim nega é que o banco central possa administrar ou influenciar diretamente as decisões dos portfólios privados operando por meio de objetivos quantitativos de moeda ou títulos. Por outro lado, também nega que mudanças de preferências de liquidez possam alterar as taxas de juros dentro de um período determinado. Vejamos.

Para o horizontalismo, a base monetária continua sendo endógena mesmo existindo um mercado de estoques de moeda e títulos, pois existem mecanismos de compensação plenos e automáticos que tornam a “esterilização” monetária num mecanismo endógeno como se descreve na tese da compensação (Lavoie, 1992).

Geralmente a tese da compensação dá ênfase em economias abertas com regimes cambiais fixos, no entanto também podemos observar mecanismos compensatórios internos numa economia fechada. Quando o banco central expande ou contrai a base monetária por meio de operações de *open market* o que está fazendo de fato não são controles quantitativos, mas *ceteris paribus* alterações da taxa de juros (rendimentos dos títulos) induzindo aos agentes privados a comprar ou vender títulos. De certa forma, o banco central não pode “obrigar” a os bancos, por exemplo, a comprar títulos públicos se a taxa de juros não é o suficientemente atrativa para eles ou a manter moeda inativa se o custo de oportunidade está por encima do desejado. Portanto, para o horizontalismo qualquer tipo de compensação é endógeno e arbitrado pela taxa de juros exógena do banco central, seja numa economia aberta ou fechada.

Segundo o horizontalismo, uma expansão da base monetária por meio de uma política de mudanças de portfólios (*open market*) não “multiplica” a quantidade de moeda porque os bancos vão a aplicar seus excessos de reservas em ativos que rendem juros, por exemplo, em títulos públicos, ou vão aproveitar para pagar suas dívidas com o banco central. Novamente, note-se que o banco central não pode “multiplicar” a quantidade de moeda porque não controla a base monetária, mas mesmo assumindo uma base totalmente exógena não existe um multiplicador monetário estável que possa “multiplicar” a oferta de crédito. Mesmo supondo que a base é exógena, não há motivos para assumir que os bancos sempre emprestam tudo o que podem e que a oferta de crédito “cria” magicamente uma demanda correspondente de clientes *creditworthy*.

Em suma, tanto horizontalistas quanto estruturalistas debatem a partir de alguns supostos compartilhados para períodos de estabilidade macroeconômica: a)

a taxa de básica juros interbancária é determinada pelas intervenções do banco central sejam por meio de operações de mercado aberto (ou “open mouth”) ou por meio da taxa de redescontos; b) as expectativas privadas de variação da taxa básica são iguais a zero; e c) o *spread* bancário de curto prazo pode ser visto como um *mark up* estável. Por tanto a centralidade da taxa de juros no debate reflete sobre a estabilidade ou não das taxas privadas ou *spread* bancário de longo prazo.

O horizontalista Nogueira da Costa (1994) afirma:

Segundo meu entendimento de Moore, em sua opinião o que o Bacen pode determinar é o preço pelo qual oferece fundos aos bancos (taxa de desconto) ou recompra títulos da dívida pública (taxa de *overnight*): se acima ou abaixo da taxa de mercado. Desde que isso representa ou influencia o custo marginal dos fundos para os bancos comerciais e também influencia seu custo agregado de fundos, as praticas monopolistas de os bancos fixarem preços – um *mark up* sobre o custo dos fundos é usado para determinar taxas básicas dos empréstimos – resultam em taxas de empréstimos ajustadas às taxas controladas pelo Bacen. (Nogueira da Costa, 1994, p.143)

No entanto, segundo o estruturalista Mereilles (1995) a fraqueza da argumentação de Moore está no suposto que os *spreads* bancários também são estáveis no longo prazo.

No que se refere às ‘taxas de curto prazo’ ele sugere que elas ‘são mais corretamente vistas como um *mark-up* relativamente estável sobre a taxa dos fundos federais, que é exogenamente administrada pelas autoridades monetárias (Moore, 1988, p. 283)

(...)

Mas é necessário observar que a horizontalidade da curva de oferta de moeda não depende somente da suposição de que o Banco Central intervirá via preço de reservas estável no curto prazo. A hipótese de que o *mark-up* sobre o custo dos fundos é ‘relativamente estável’ desempenha um papel crucial na argumentação de Moore. (Mereilles, 1995, p. 21)

Segundo o estruturalismo, não há “horizontalismo” para valer se somente está se analisando a taxa básica de juros exógena e o comportamento do *spread* privado de curto prazo. Como para os estruturalistas o *spread* bancário de longo prazo não é

estável e não está sujeito a nenhuma influência exógena, a visão horizontalista se tornaria insuficiente ou só razoável para o curto prazo. Em outras palavras, não faria sentido falar de exogenia de juros se não existisse alguma conexão entre a política monetária e o *spread* bancário de longo prazo.

Mas a favor do horizontalismo, conforme a realidade bancária, é razoável supor que a taxa de um empréstimo bancário é dada para um determinado período pela simples argumentação de que o banco comercial fixa *ex ante* determinadas taxas de juros para os diferentes segmentos creditícios, e os clientes só podem aceitar o rejeitar aquelas ofertas. Como a fixação do *mark up* é anterior ao momento do empréstimo, a preferência pela liquidez dos bancos não pode ter nenhuma função dentro de um período determinado com taxas prefixadas.

Note-se que não se está dizendo que a *spread* bancário de longo prazo é exógeno porque está fixado pelo banco central. De fato, não funciona assim. Simplesmente se está observando o processo temporal na formação de preços (taxas de empréstimos), que significa a negação de um mercado de créditos ao estilo da teoria dos fundos emprestáveis para um dado período. Esta idéia está em linha com a teoria do *fix-price*. Segundo Hicks (1974):

using that term to mean, not that prices do not vary, but that the causes of their variation are outside the model. So we suspend the rule that price must change whenever there is an excess of supply or excess of demand (Hicks, 1974, p. 23)

Desta forma, até aqui sabemos que o banco central é fixador de custos bancários, que os bancos são fixadores de preços e que seus clientes são simples tomadores de preços. Portanto supondo que a taxa básica de juros é constante a incógnita estaria nos determinantes do comportamento do *spread* bancário ao longo

do tempo. É necessário esclarecer que esta questão excede o objeto de estudo deste trabalho, mas mesmo assim vamos brevemente a realizar alguns comentários críticos desde a própria lógica interna do estruturalismo.

De alguma forma, a ideia que a taxa de juros bancaria é um *fix price* para um período dado é reconhecido por alguns estruturalistas, mas considerado insuficiente como argumentação geral. Segundo Carvalho, “a validade do argumento fica assim confinada ao curtíssimo prazo” (Carvalho, 1993, p.117), pois o que este autor está tentando dizer é que a taxa de empréstimos é prefixada, mas para um período muito curto. Em outras palavras, dada a quantidade significativa de períodos sucessivos na trajetória ao “longo prazo”, e portanto, as vezes em que as taxas de empréstimos podem ser alteradas, o spread bancário pode ser visto, segundo estruturalistas, como um *flex price* ao longo do tempo, determinado pela preferência de liquidez dos bancos.

Em termos matemáticos, enquanto o estruturalismo se baseia num análise contínuo, o horizontalismo se baseia num análise em tempo discreto. Seguindo a formalização de Setterfield (2007) o horizontalismo pode ser representado da seguinte forma:

$$i_t^{LP} = (1 + \theta_t)\delta_t$$

onde  $i_t^{LP}$  é a taxa de empréstimos de longo prazo,  $\theta_t$  é o mark-up exógeno e  $\delta_t$  é a taxa básica de juros para um dado período. No entanto, enquanto no horizontalismo o valor de  $\theta_t$  está determinado em forma exógena, no estruturalismo depende positivamente do produto  $Y_t$  ou da preferência pela liquidez dos bancos  $PLB_t$ .

$$\theta_t = f(Y_t)$$

ou

$$\theta_t = f(\text{PLB}_t)$$

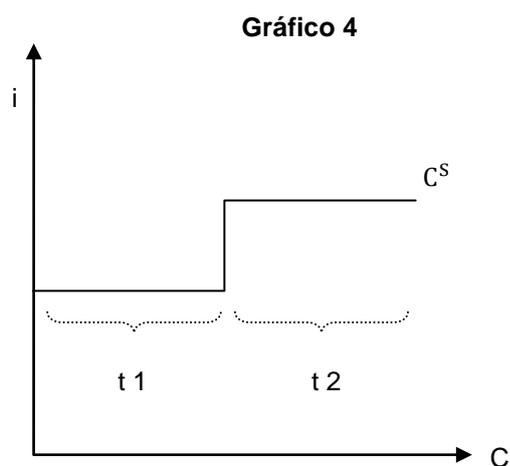
$$f > 0$$

Fontana (2003) também observou esta diferença analítica, mas no caso dele para enfatizar que o horizontalismo se trataria de uma teoria de o curto ou “curtíssimo” prazo e o estruturalismo de uma teoria de longo prazo e com maior poder explicativo. No entanto, a interpretação de um curto prazo desconectado do longo prazo apresenta alguns problemas. Na verdade, existem boas razões para visualizar o “longo prazo” como a sucessão de “curtos prazos”. Segundo Nogueira da Costa (1994):

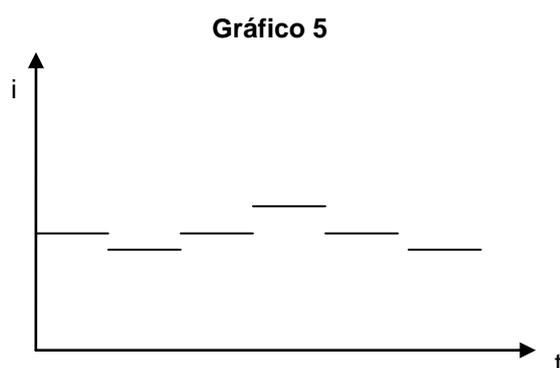
Acho extremamente complexa a questão dos prazos na área financeira. Tendo a pensar, *à la* Kalecki, o futuro como uma sucessão de curtos prazos. Com taxas de juros de longo prazo, no mercado financeiro, fixadas por repactuações periódicas de acordo com as taxas de mercado flutuantes a curto prazo (tendo como referência a taxa básica fixada pelo Bacen), há sentido de determinar *a priori* o longo prazo? (Nogueira da Costa, 1994, p.143)

Neste sentido, a visão horizontalista não seria simplesmente uma teoria de curto prazo, mas uma teoria que tenta explicar o longo prazo a partir do estudo da sucessão de curtos prazos. Por tanto, o horizontalismo não só pode ser considerada uma teoria do longo prazo, mas também uma teoria que conseguiu captar as “descontinuidades” de taxas na sucessão de períodos.

No entanto, mesmo com uma matriz estruturalista Fontana tenta captar as discontinuidades da curva de oferta monetária positivamente inclinada. Neste desenho de curva de oferta supostamente se estaria captando o princípio do *spread* bancário crescente, mas exógeno para cada período. A preferência pela liquidez no longo prazo se reflete nos pontos de variação da taxa de juros entre períodos.



No entanto, esta tentativa de casamento possui um problema significativo. Fontana parece confundir e misturar “curvas funcionais” com “curvas descritivas”. Uma representação gráfica da taxa de juros ou do *spread* bancário numa análise em tempo discreto não possui intrinsecamente nenhum poder explicativo (função) para as variações dos níveis da taxa entre períodos. Um exemplo abstrato de uma curva descritiva no tempo seria o seguinte Gráfico 5:



Efetivamente, a taxa de juros não é uma cotação sobre fundos prestáveis disponíveis no mercado de crédito, mas uma taxa prefixada para cada período. O problema de uma tentativa de casamento entra ambas abordagens (horizontalismo – estruturalismo) é que misturando curvas descritivas e funcionais se incorre num

problema lógico. Seguindo o Gráfico 4, suponha que entre t1 e t2 há uma expansão da demanda solvente de crédito (e por tal motivo aumenta o nível da taxa de empréstimos em t2). Agora, imagine que em t3 há uma contração da demanda solvente de crédito na mesma quantidade. Seguindo o gráfico se deduz que o novo período t3 deveria esperar a mesma situação que o período t1, isto é, um “retrocesso” temporal para t1 para poder validar a função de oferta. Sem dúvida não faz sentido.

No entanto, mais importante ainda é analisar os problemas teóricos do poder explicativo do estruturalismo baseada na preferência pela liquidez dos bancos. Não há motivos para supor que o nível de taxa de juros para cada período está determinado pelos argumentos do estruturalismo, isto é, pela correlação positiva entre crescimento econômico e *spread* bancário. Vejamos.

Mesmo aceitando em princípio o suposto estruturalista de que o banco individual tem alguma “preferência” pela liquidez ao invés da “iliquidez” (como geralmente acontece), não há motivos para pensar que as taxas privadas de longo prazo sejam necessariamente pro-cíclicas no sistema bancário.

Certamente, como afirma Lavoie (1992) a abordagem estruturalista tem grandes semelhanças com a teoria wickselliana neoclássica dos fundos prestáveis, e nada tem a ver com um projeto de pesquisa heterodoxo.

Postular que uma economia em crescimento eventualmente engendra taxas de juros (reais) crescentes, presumivelmente em consequência do excesso de demanda por crédito ou da escassez de poupanças, significa reintroduzir a análise da escassez pela porta dos fundos. (Lavoie, 1992, p. 123)

For Minsky (1982: 235), ‘the interest rate is determined by the demand curve for investment, *ex ante* saving, and the terms upon which holders of liquidity are willing to substitute earning assets for money’. This is the clear depiction of the theory of loanable funds. (Lavoie, 1997, p. 74)

There is no doubt that Post Keynesians attach great importance to the issue of endogenous money. There is, however, also no doubt that past authors, with orthodox inclinations, also considered credit-money to be endogenous,

while simultaneously believing in the relevance of the Wicksellian nature rate of interest. There is thus no contradiction in arguing that Minsky was an early exponent of the structural view of endogenous money (...), and in claiming at the same time that the early Minsky held views which were based on a loanable funds approach. (Lavoie, 1997, p. 77)

Efetivamente, tanto a abordagem estruturalista quanto a teoria wickselliana concluem na mesma direção, pois parecem determinar resultados macroeconômicos a partir de simples decisões microeconomicas das firmas bancarias. Segundo esta visão, cada banco realiza sua própria avaliação de liquidez observando a relação créditos/capital próprio ou ativos ilíquidos/líquidos. Em outras palavras, os banqueiros estariam involuntariamente avaliando a taxa de endividamento privado da economia para mantê-la no nível ótimo como se operasse uma mão invisível<sup>4</sup>.

De esta forma, se os bancos encontram nos seus balanços níveis indesejados de liquidez, então ajustarão suas taxas ativas encarecendo o crédito. Mas este raciocínio tem um problema: O comportamento do banco é o resultado de decisões autônomas e isoladas do banqueiro ou decorre de decisões condicionadas pela concorrência capitalista do setor bancário?

A pesar de determinados comportamentos monopólicos no setor bancário ou imperfeições de mercado, os bancos estão condicionados (como qualquer empresa) pela concorrência capitalista e a necessidade de aumentar seu *market share*, ou

---

<sup>4</sup> No entanto, tomando a relação dívida/renda em termos agregados devemos estabelecer uma diferencia entre Kalecki e Minsky. Enquanto na visão kaleckiana-keynesiana uma redução do gasto reduz a renda e aumenta a dívida (em termos relativos), na visão minskiana um excesso de poupança reduz a dívida (Lavoie, 1997, p. 75). O problema de Minsky é que está analisando a relevância da dívida em termos absolutos quando na verdade o que realmente importa é a capacidade de pagamento do devedor, isto é, a dívida com relação á receita. Em palavras do próprio Keynes (1936): “Assim, o remédio para o auge da expansão não é a alta, mas a baixa da taxa de juros! Pois aquela pode fazer perdurar o chamado auge da expansão. O verdadeiro remédio para o ciclo econômico não consiste em evitar o auge das expansões e em manter assim uma semidepressão permanente, mas em abolir as depressões e manter deste modo permanentemente em um quase-boom!” (Keynes, 2009, p. 249)

simplesmente a necessidade de garantir sua supervivência. Num trabalho empírico, Kregel (2008) capta a determinação da concorrência no comportamento dos bancos:

“They will concentrate on lending to projects in particular areas simply because other banks are doing so” (Kregel, 2008, p. 9)

Portanto, não é simplesmente o balanço do banco o que determina seu comportamento. O grau de liquidez aceitável pelo banco decorre da competitividade requerida pelo setor bancário e da regulação prudencial vigente. Se um banco aumenta suas posições ilíquidas (aumento de  $A_i/A_l$ ), obviamente, sofrerá uma redução de liquidez na sua própria carteira, mas se todos os bancos também aumentam suas posições ilíquidas no mesmo montante, neste caso, aquele banco não sofrerá perdas de liquidez com relação ao sistema bancário como um todo. Como a liquidez bancária só faz sentido em termos relativos (liquidez com relação aos outros bancos) a ideia de uma suposta preferência absoluta de liquidez dos bancos não é razoável. Para o banco, só importa o nível de liquidez em termos relativos e não absolutos. Segundo Lavoie (1992):

If all Banks ‘move forward in step’, they can safely create all the credit money which is required for production to increase (Keynes, 1973, xiv, p. 23). There is no theoretical limit to the amount of credit money which, overall, the banking system can create to satisfy the requirements of increased activity (Le Bourva, 1962, p. 460). The norms to follow are the average leverage and liquidity ratios of all the other banks of the same size. If all banks are expanding in step, all banks will experience similar transformations of their balance sheet. (Lavoie, 1992, p. 201)

Por isso segundo Serrano (2002):

é perfeitamente possível (e a experiência empírica parece comprovar) que o spread bancário seja anti-cíclico e diminua quando o número de empréstimos e o nível de atividade da economia aumenta pois seriam possível diluir o risco das carteiras dos bancos por um número maior de

clientes e além disso a probabilidade de falências e inadimplências é bem menor quando a economia está expandindo. (Serrano, 2002, p. 12)

Neste sentido, o estruturalismo pode ser visto em forma mais razoável como uma visão de “curto prazo” que de “longo prazo” porque estaria enfatizando os efeitos transitórios, diferente ao horizontalismo que estaria enfatizando os efeitos permanentes. Segundo Lavoie (1992):

O que a teoria da preferência pela liquidez generalizada nos diz é que qualquer mudança nas taxas de juros orquestrada pelas autoridades monetárias será transitória caso os bancos e os rentistas não se ajustem a ela. A taxa de juros estabelecida pelas autoridades monetárias torna-se permanente quando a preferência pela liquidez do público deixa de desempenhar qualquer papel. Então, imperfeições à parte, a taxa de desconto de Banco Central, a taxa do mercado monetário e a taxa de juros de longo prazo serão todas iguais. (Lavoie, 1992, p.120)

Ou seja, num modelo onde o *spread* só estaria composto pela preferência pela liquidez, o equilíbrio (ou a utopia de Keynes) estaria dado pela ausência de preferências pela liquidez, isto é, pela igualdade entre as taxas privadas de curto e longo prazo. No entanto, além dos períodos de forte instabilidade dados por choques exógenos não há motivo para imaginar divergências crescentes e persistentes entre o *spread* bancário e a política monetária do banco central. A taxa básica pode ser considerada transitória só até o choque exógeno passar. Portanto, se a escolha é pensar o “longo prazo” como a sucessão de curtos prazos, uma persistente política de taxas do banco central determinará a estrutura de taxas privadas ao longo do tempo.

Como em Aspromourgos (2006) o banco central tem a capacidade de “auto-validar” sua própria taxa “normal” de juros. O banco central tem a capacidade de transformar sua convicção numa convenção privada, ou seja, tornar sua política de taxa em taxas privadas de longo prazo. Este conceito de auto-validação da política

monetária decorre da abordagem sraffiana da taxa de juros exógena como elemento causal de uma teoria da distribuição e o crescimento (Pivetti, 1985).

Segundo a abordagem sraffiana, dado o coeficiente técnico, isto é, a relação capital-produto, o nível de preços da economia vai depender de duas variáveis exógenas: a taxa salarial nominal e a taxa monetária de juros. O poder de barganha dos trabalhadores tem impacto direto sobre o salário nominal, mas a política monetária do banco central regulará o salário real. Se o salário real está dado pela relação salário nominal – nível de preços ( $W/P$ ) fica claro que os trabalhadores só podem diretamente alterar o salário nominal, mas não o real, já que eles não controlam o nível de preços. Quanto mais flexível seja o repasse de custos salariais aos preços, mais rápida será a neutralização dos efeitos reais de um aumento salarial nominal. Mas os custos de produção não só se compõem de salários nominais, mas também de custos financeiros. Nos determinantes das margens de lucro também estão os custos indiretos relativos aos pagamentos de juros sobre o capital emprestado e os custos de oportunidade do capital próprio das firmas. Isto significa que variações na taxa de juros mudam os custos totais de produção, e assim, altera os preços relativos da economia. Em outras palavras, persistentes variações na taxa de juros vão alterar na mesma direção o nível de preços da economia, aumentando a taxa de lucros e reduzindo o salário real.

Em outras palavras, dado que a distribuição do excedente é exógena, e em última instância determinada pelo do banco central não há motivos para que o *spread* bancário possa se decolar persistentemente dos rendimentos dos títulos públicos (ou da taxa de descontos) que fixa o próprio banco central.

### 3.5. O Racionamento de Crédito

Um capítulo importante no estudo do comportamento do *spread* bancário tem a ver com a forma em que os bancos costumam a contrair o crédito. No debate post-keynesiano o dilema seria se os bancos racionam quantidades de crédito (horizontalismo) ou se por meio de ajustes na taxa de empréstimos reduzem as quantidades demandadas (estruturalismo). No segundo caso, necessariamente se assume uma relação estável entre preços e quantidades.

Note-se que o estruturalismo pode ter sérios problemas lógicos se aceita que o principal método de contração dos bancos é o racionamento de crédito. Na lógica estruturalista de um *spread* endógeno e de uma curva de demanda “bem comportada” não faz sentido o racionamento de crédito, simplesmente porque a demanda se contrai.

Sem dúvida, os bancos não são simples agentes passivos que se acomodam à demanda solvente, pois os bancos não são obrigados a emprestar. Mas, quando e como deixam de emprestar? Quando cai a demanda agregada esperada da economia os bancos racionam o estoque de crédito. O racionamento vincula a idéia de banco como “agente ativo” com a idéia de “oferta monetária horizontal”. De esta forma, o horizontalismo consegue negar o conceito de “banco passivo” sem aceitar o princípio do *spread* crescente.

No entanto, o conceito de racionamento de crédito não só aparece vinculado a uma contração da demanda agregada esperada da economia. Existe um racionamento creditício estrutural do sistema bancário. Compatível como a visão horizontalista, Wolfson (1996) desenvolve o conceito de racionamento:

At first glance, the two concepts of endogenous money and credit rationing seem incompatible. If banking create money by accommodating the credit demands of bank borrowers, how can bankers also refuse to accommodate these demands by rationing credit?

The answer is simply that bankers accommodate all *creditworthy* demands for credit, and ration all those demands not deemed creditworthy. (Wolfson, 1996, p. 455)

Wolfson enfatiza que os bancos só se acomodam à demanda “solvente” de créditos, isto é, aquela demanda que é identificada pelos bancos como clientes *creditworthy* e não a qualquer desejo de meios de pagamentos das firmas ou famílias. Desta forma, as avaliações (basicamente de riscos) que os bancos realizam sobre o perfil dos demandantes de crédito determinam a posição e a inclinação da demanda agregada de crédito e não a inclinação da curva de oferta, que é horizontal.

Também para Lavoie (1992):

A banker may refuse to finance a firm for, basically, two reasons. First, he may not believe the projects of the firm to be profitable at the administered rate of interest on loans. The projects will thus not appear more profitable at a higher borrowing rate! Secondly, the potential customer may not fulfill the norms established for borrowing. In both of these cases the demand for loans is not effective. In contrast, if a firm is recognized as a credit-worthy borrower, the line of credit granted to the firm usually covers much more than its normal needs. (Lavoie, 1992, p.178)

Wolfson propõe definir duas curvas de demanda de crédito: uma “nocial” e outra “solvente”. No fundo, a ideia é que enquanto a demanda solvente sempre obtem a quantidade de crédito que precisa, a demanda noocial é completametine racionada porque é riscosa demais. Na análise de Wolfson é relevante que os bancos determinam subjetivamente os limites de tolerância ao risco. Qualquer demanda que seja negativamente avaliada estará fora das expectativas dos bancos e formará parte de aquela demanda noocial.

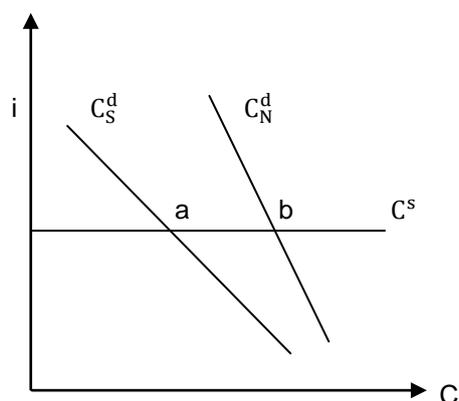
Wolfson mostra que não há motivos para supor que ajustes na taxa de empréstimos seja um mecanismo seguro de exclusão de clientes de alto risco. Em outras palavras, aumentos nos *spreads* bancários pelo princípio dos “riscos crescentes” não parece ser um mecanismo de arbitragem seguro para que os bancos possam manter suas margens de segurança nos níveis desejados. Para esta abordagem, a demanda nocional (ou de alto risco) está excluída do acesso ao crédito para qualquer nível de taxa de juros.

Segundo Lavoie (1992):

The theory of endogenous Money is perfectly consistent with the fact that in times of recession banks are reluctant to lend, and may cut off credit lines. The reason for this is that the price of loans, the interest rate, is not a valid or sufficient exclusion mechanism. (Lavoie, 1992, p.177)

Como se observa no Gráfico 5, segundo Wolfson, a distancia entre o ponto a e b representa o racionamento de crédito. Observe-se que a inclinação da demanda nocional  $C_N^d$  expressa uma menor sensibilidade à taxa de juros comparada com a demanda solvente  $C_S^d$ .

Gráfico 6



Em outras palavras, num modelo simplificado onde só demandam crédito as firmas não-financeiras a demanda solvente estará determinada pela demanda

esperada de bens e serviços, mas não das firmas e sim dos bancos. Em primeiro lugar, podemos observar que esta apresentação parece deslocar o conceito de Keynes de *animal spirits* dos capitalistas para os banqueiros. Em segundo lugar, mais importante é observar que, dada a demanda solvente definida *ex ante*, se pode apresentar um problema lógico semelhante à observação de Possas (1986) sobre a exposição do princípio da demanda efetiva por Keynes na *Teoria Geral*<sup>5</sup>.

Seria adequado considerar como 'de equilíbrio' uma configuração inteiramente *ex ante*?  
(...)  
'o equilíbrio' refere-se mesmo a uma configuração de forças interatuantes que se cancelam reciprocamente, o que só pode verificar-se *ex post*.  
(Possas, 1986, p. 297)

Como os banqueiros podem definir *ex ante* uma demanda "solvente" que só se pode verificar solvente *ex post*? Para que a demanda solvente (ou nocional) *ex ante* seja igual à demanda solvente (ou nocional) *ex post*, necessariamente temos que supor em forma simples que as expectativas dos banqueiros de "curto prazo", relativas às vendas das firmas não-financeiras, sempre se confirmem. Caso as expectativas não se confirmem, podemos dizer que o racionamento foi imperfeito, pois os bancos racionaram em excesso ou em forma insuficiente. Em outras palavras, existe o risco para os bancos de definir de solvente o que depois se verifica nocional, ou definir de nocional o que depois poderia se considerar solvente (claro, em forma contra-fática) Então, o ponto de "equilíbrio" entre a curva de oferta e

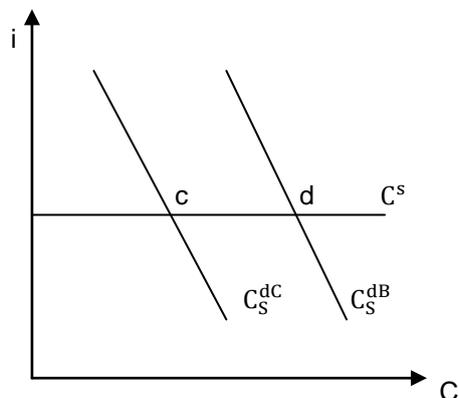
---

<sup>5</sup> Em 1937 Keynes já tinha reparado sobre este problema teórico:  
Numa teoria do emprego, os resultados *verificados* não equivalem aos resultados *esperados*.  
(...) Quando se está tratando com *agregados*, a demanda efetiva agregada num momento A não corresponde a uma renda agregada num momento B. Tudo o que se pode comparar é a renda esperada e a renda que realmente resulta para um empresário de uma decisão particular. O investimento efetivamente realizado pode diferir devido a variações inesperadas nos estoques, mudanças nos preços, alteração de decisões. A deferência, se houver, é devida a erros na expectativa de curto prazo. A importância da diferença reside no fato de que está será um dos fatores relevantes na determinação da demanda efetiva subsequente. (Keynes, 1973, PP. 179-83)

de demanda solvente que é definida *ex ante* logo se pode verificar em total desequilíbrio.

Por outro lado, por que não seria possível pensar num “excesso de oferta” de crédito, isto é, uma oferta “nocial” ou uma insuficiência de demanda dependendo da perspectiva? Nada mais realista que bancos gastando milhões em publicidade não só para ganhar *market share*, mas também para expandir os limites do mercado bancário. Neste caso, para que seja compatível com os termos gráficos que utiliza Wolfson, a representação gráfica do excesso de oferta (Gráfico 6) se deveria visualizar como uma insuficiência de demanda solvente *ex ante* (determinada pelos próprios clientes) em relação à demanda solvente *ex ante* determinada pelos bancos:

Gráfico 7



onde  $C_S^{dC}$  é a demanda solvente dos clientes e  $C_S^{dB}$  é a demanda solvente dos bancos. Note-se que neste caso a demanda segundo os clientes é independente da oferta bancária. Como se observa, a distancia entre os pontos c e d é o racionamento “involuntário” de crédito. Desta forma, a demanda nocional se torna irrelevante e sem representação gráfica.

### 3.6. Um comentário sobre “curvas” marginalistas

Além das semelhanças já analisadas entre o estruturalismo e o horizontalismo ainda falta analisar uma qualidade comum entre ambos que não deixa de ser importante: o método marginalista de exposição. Em ambas interpretações, se visualizam curvas de demanda e curvas de ofertas de crédito independentes sem tomar em conta os problemas teóricos que podem trazer.

Segundo Serrano (2002):

O primeiro problema dessa visão é a dificuldade conceitual de distinguir empiricamente o que seria a oferta e o que seria a demanda por moeda. É difícil afirmar se a quantidade de moeda existente num ponto do tempo representada, digamos pelo agregado M1, por exemplo, trata-se da oferta de moeda, da demanda, e nenhuma das duas, ou as duas. (Serrano, 2002, p. 2)

Efetivamente, na prática só se observa determinada quantidade de moeda e uma taxa de juros exógena de acordo à explicação da abordagem da moeda endógena na sua forma mais básica. Por isso não é necessário resolver aquela ambigüidade como tradicionalmente fizeram os neoclássicos, isto é, tomar a ‘oferta’ de moeda em termos nominais e à ‘demanda’ em termos reais. Os desenhos de “curvas” nas duas visões pós-keynesianas parecem responder mais a uma necessidade de representação gráfica nos termos convencionais que a uma necessidade teórica e pedagógica.

Segundo Serrano (2002):

A idéia de moeda (M1) endógena é que não faz sentido sequer desenhar uma curva de oferta de moeda pois nunca existe desequilíbrio entre oferta e demanda de moeda pois quando, à dada taxa de juros, os bancos decidem fornecer empréstimos e estes são depositados nos outros bancos esta se criando tanto ‘oferta’ quanto a ‘demanda’ de moeda simultaneamente e necessariamente no mesmo montante. Assim a ‘curva’ de ‘oferta’ de moeda a rigor é superposta á curva de ‘demanda’ por moeda pois se referem á mesma coisa: a quantidade de moeda que foi criada. (Serrano, 2002, p. 11)

Na verdade, não só é irrelevante desenhar curvas marginalistas de oferta e demanda monetária, mas incorreta sua utilização desde uma abordagem de moeda endógena *stricto sensu*. Como afirma Serrano, o crescimento econômico e a estrutura financeira geram determinada quantidade de moeda que é independente de qualquer curva “pré-existente”. Neste sentido, o conceito clássico de “*effectual demand*” parece ser mais preciso para a abordagem da moeda endógena que qualquer representação marginalista com curvas “independentes”.

No entanto, mesmo nos termos marginalistas podemos realizar algumas reflexões críticas. A maioria do debate estruturalismo/horizontalismo se centraliza na inclinação da curva de oferta monetária. Mas que podemos dizer sobre o consenso da curva de demanda monetária negativamente inclinada?

Na maioria dos modelos de moeda endógena a demanda de crédito está liderada pelas firmas não-financeiras e destinada a *working capital*, isto é, empréstimos de curto prazo (ou mediando prazo) se supormos que o crédito de longo prazo é para o financiamento de novos investimentos produtivos ou para investimentos imobiliários. No entanto, devemos mencionar que a experiência financeira global dos últimos anos mostra que os empréstimos para consumo e investimentos imobiliários (hipotecas) foram os segmentos de crédito mais dinâmicos na estrutura do financiamento bancário (Fontana, 2003; Barba & Pivetti, 2008; dos Santos, 2009). Desta forma, estes dois componentes juntos da demanda de crédito deveriam ter alguma implicância na inclinação da curva que se só estivéssemos analisando a demanda das firmas.

Sabemos que no curto prazo existe um “efeito financeiro” que faz da função de demanda creditícia uma curva negativamente inclinada. Tanto no caso das firmas não financeiras quanto os consumidores, segundo Serrano (2002):

Uma redução da taxa de juros em relação ao passado leva a uma antecipação de gastos já programados para se aproveitar o custo menor do crédito e um aumento dos juros a uma postergação de gastos devido ao súbito aumento do custo financeiro das dívidas. (Serrano, 2002, p. 14)

Neste sentido, também Lavoie (1992) afirma o seguinte sobre a demanda creditícia:

It is assumed to be inversely related to the rate of interest because it is presumed that, eventually, higher rates will slow down the desire of some firms to go into deficit spending. The portfolio choices of households, between acquiring bonds issued by the private sector or keeping their wealth in bank deposits, will also have an impact on the outstanding amount of loans. (Lavoie, 1992, p. 171)

Incluso este “efeito financeiro” também opera no longo prazo para o caso dos consumidores. Segundo Serrano (2002)

ao contrário das empresas não é possível para consumidores e trabalhadores aumentarem seus rendimentos para compensar o efeito dos juros no longo prazo (...). Um aumento permanente da taxa de juros real tem um efeito permanente de reduzir o consumo autônomo. (Serrano, 2002, p. 15)

Mas voltando aos modelos mais freqüentes onde só as firmas não-financeiras demandam créditos de curto prazo surge um problema lógico na análise estruturalista, pois se misturam uma curva de demanda monetária negativamente inclinada de “curto prazo” com uma curva de oferta monetária positivamente inclinada de “longo prazo”. Portanto, se o estruturalismo estiver dando ênfase nos comportamentos do mercado de moeda de longo prazo, então seria mais lógico desenhar uma curva de demanda monetária vertical sob a condição de aceitar a insensibilidade das firmas não-financeiras à taxa de juros privada de longo prazo em linha com a abordagem sraffiana (Garegnani, 1978-9). Mas uma vez alcançada esta conclusão a teoria dos riscos crescentes e a curva de oferta monetária positivamente inclinada estaria implicitamente refutada, pois qualquer aumento da taxa de juros

pode ser repassado a preços pelas firmas não-financeiras e evitar assim quedas na suas taxas de lucro. Em outras palavras, garantindo a capacidade de pagamentos das dívidas se eliminam os riscos financeiros de inadimplências e se estabiliza o *spread* ou curva de oferta monetária. A capacidade das firmas de ajustar seus rendimentos diante variações da taxa de juros no longo prazo, automaticamente neutralizaria qualquer expectativa bancária sobre aumentos dos riscos de inadimplências.

Em resumo, numa análise estritamente de longo prazo sob os supostos em que só firmas não-financeiras demandam empréstimos não é razoável supor nem uma curva de demanda monetária negativamente inclinada nem uma curva de oferta positivamente inclinada. No longo prazo, a “demanda” monetária é insensível a uma taxa de juros privada, e a taxa de juros privada não parece ser crescente. Mas se a análise fosse estritamente de curto prazo, então novamente a representação estruturalista não parece razoável, mas sim parece correta a representação horizontalista apesar de forçar a realidade desenhando supostas curvas independentes.

### **3.7. Endogenia monetária ortodoxa?**

A abordagem da moeda endógena é um dos fundamentos do que poderíamos resumir num consenso heterodoxo e que na sua análise monetária critica o núcleo da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). No entanto, paradoxalmente é possível achar macroeconomistas quantitativistas e *policy makers* ortodoxos que se baseiam numa abordagem de moeda endógena.

Segundo Vernengo (2011):

Some other issues are often seen as central for defining heterodox economics. Endogenous money is a typical example. And it is true that most, if not all, heterodox economists follow some version of endogenous money theory. However, it is clear that even if money is not endogenous, the rate of interest is still a monetary variable in heterodox economics (e.g. in Keynes' *General Theory*). Also, several mainstream economists have endogenous money, from Wicksell to those using the Taylor rule now. (Vernengo, 2011, <http://nakedkeynesianism.blogspot.com.ar>)

Com a aceleração das inovações financeiras no plano internacional a partir dos anos 80, as autoridades monetárias do mundo começaram a verificar na prática uma crescente instabilidade nos agregados monetários, ou na velocidade da moeda. Cada vez mais se fez impossível demonstrar algum tipo de cointegração entre a quantidade de moeda e a renda nominal.

Segundo Blinder (1998):

Pero al final fueron los hechos, no la teoría, los que decidieron la cuestión. La feroz inestabilidad de las curvas LM estimadas en Estados Unidos, el Reino Unido y muchos otros países, que comenzó en los años setenta y se ha mantenido hasta la actualidad, llevó a los economistas y a los responsables de la política económica a extraer la conclusión de que la elección de la oferta monetaria como objetivo sencillamente no es una opción viable. (Blinder, 1998, p. 27)

As equações quantitativas começaram a evidenciar sérios problemas com relação ao pressuposto de que a velocidade de circulação monetária era constante. Os bancos centrais verificaram permanentemente uma perda de controle dos agregados monetários, pois a taxa de utilização da moeda se mostrava instável demais para poder utilizar metas quantitativas como instrumento de controle.

No entanto, como afirma Blinder, o reconhecimento dos bancos centrais sobre a moeda como largamente endógena não os levou também a abandonar os pressupostos e o núcleo teórico quantitativo, pois segundo eles só parece se tratar de mudanças “técnicas”. Segundo Serrano (2002):

Hoje em dia, no entanto, os bancos centrais prefeririam estabelecer uma meta para a taxa de juros para evitar que a instabilidade da demanda por moeda torne a taxa de juros volátil demais. Nesta visão a moeda é em principio exógena mas por uma opção do banco central que prefere adotar uma política de acomodação das mudanças da demanda por moeda, ela fica parecendo endógena. (Serrano, 2002, p. 7)

Modelos neoclássicos de moeda endógena continuam mantendo a causalidade da moeda para preços, a equiproporcionalidade entre moeda e preços e a neutralidade da moeda no longo prazo. Enquanto para o quantitativismo originário a moeda é um estoque exógeno, para o quantitativismo “endogenista” a moeda é um fluxo endógeno sob a forma de moeda-crédito.

O modelo wickselliano de economia de moeda-crédito e seu processo cumulativo é um claro exemplo primário de moeda endógena que deriva em conclusões quantitativistas. A teoria wickselliana dos fundos emprestáveis pode ser visto como uma versão bem evoluída (não num sentido cronológico) da visão neoclássica convencional (não monetarista). O núcleo da teoria convencional é que a taxa de juros é o resultado do cruzamento entre as curvas de oferta de poupança e a demanda de investimento. No entanto, de acordo com a teoria de fundos emprestáveis, por um lado existe uma taxa monetária de juros determinada exogenamente pelo sistema bancário (ou banco central), e por outro lado existe uma taxa "natural" de juros determinada por fatores “reais”. Desta forma, esta teoria parece ser uma tentativa de adaptação da teoria “pura” neoclássica à realidade bancária.

Na teoria dos fundos emprestáveis, um desvio da taxa nominal em relação à taxa natural será refletido em uma variação correspondente no nível de preços da economia. De esta forma, uma taxa nominal por debaixo (acima) da taxa natural significará uma política monetária expansionista (contrativa) que contribuirá a um

processo cumulativo de inflação (deflação) até não retornar ao ponto de equilíbrio (ou convergência das duas taxas).

É interessante notar os significativos progressos da teoria wickesilliana em relação à TQM em particular e à teoria neoclássica básica em geral. Em primeiro lugar, reconhece a existência de uma taxa de juros monetária determinada exogenamente não por fatores “reais”, mas institucionais. Em segundo lugar, seu modelo de economia de moeda-crédito contribui para o desenvolvimento do que atualmente chamamos de abordagem da moeda endógena.

No entanto, apesar da ênfase endogenista da teoria wickselliana esta conclui em forma semelhante à TQM em um tema de muita relevância: A inflação seria fenômeno puramente monetário com causalidade da moeda para preços, pois uma política monetária expansionista (contrativa) é inflacionária (deflacionária) em forma cumulativa até não parar o choque de oferta monetária.

Também desde uma visão endogenista neoclássica o chamado “Novo Consenso” (Blinder, 1997; Taylor, 1999; Romer, 2000) parece dar um passo a mais pois agora incorpora até conceitos próprios do monetarismo: tão pronto a política monetária reduza o hiato do produto (ou emprego) a um nível inferior à taxa natural de desemprego (NAIRU) se acelerará a inflação em forma cumulativa até deixar de operar dita política. O “Novo Consenso” é uma tentativa teórica neoclássica de superar os problemas apresentados pela moeda exógena e reconhecer na prática a taxa de juros como o principal instrumento de controle da política monetária (regra de Taylor).

Em resumo, tanto a TQM como a teoria dos fundos emprestáveis e o “novo consenso” compartilham uma série de pressupostos que estão na base teórica da

escola neoclássica: a lei de Say, a neutralidade da moeda no longo prazo e a plena utilização da capacidade e o pleno emprego<sup>6</sup>.

Ao contrário da lei de Say, o crescimento econômico é liderado pelo princípio da demanda efetiva. Além disso, a evidência empírica sugere que o grau de utilização não opera à plena capacidade instalada (Steindl, 1979). Finalmente, não se pode pressupor o pleno emprego numa economia monetária com insuficiência da demanda efetiva.

Então, se não há restrição de oferta, não há razão para pensar em excesso de demanda e inflação de demanda. Em um modelo onde a taxa de juros é exógena e oferta de moeda endógena não há razão para que sua curva de oferta seja positivamente inclinada no espaço moeda-juros, o que estaria refletindo aumentos de preços (juros) por restrição de oferta (escassez de moeda).

#### **4. A ABORDAGEM DA MOEDA ENDOGENA PARA ECONOMIA ABERTA COM CÂMBIO FIXO**

##### **4.1. O modelo Mundell Fleming com regime de câmbio fixo e alguns comentários críticos.**

O modelo de Mundell Fleming (MF) parece ser a base teórica dominante tanto de modelos neoclássicos quanto muitos com pretensões heterodoxas para economia aberta. O modelo MF parte duma posição de equilíbrio geral entre os mercados de bens e serviços (curva IS), monetário (curva LM) e cambial (curva BP), e o produto pode não estar em seu nível potencial. Trata-se de uma análise de estática comparativa que no curto prazo os preços nominais são rígidos. Assim, a taxa de

---

<sup>6</sup> Deve-se aclarar que no caso da teoria wickselliana a neutralidade da moeda também se dá no curto prazo, pois os preços são totalmente flexíveis inclusive no curto prazo.

juros doméstica de equilíbrio deve ser igual à taxa de juros internacionais para que o balanço de pagamentos esteja em equilíbrio. Em outras palavras, com perfeita mobilidade de capital o balanço de pagamentos é infinitamente elástico à taxa de juros.

Dadas as características do modelo onde o instrumento de controle do banco central são os agregados monetários (base monetária vezes o “multiplicador monetário”), analisemos o que acontece com uma política monetária expansiva com o objetivo de aumentar o emprego e o produto.

No caso do regime de câmbio fixo o banco central reduz a taxa de juros por meio de um aumento da oferta monetária, por exemplo, através de operações de *open market*. O banco central expande a base monetária e o M1 por meio de um multiplicador monetário estável. O aumento da quantidade de moeda gera um excesso de oferta que produz uma queda da taxa de juros por debaixo da taxa de juros internacional. Agora a economia se encontra em desequilíbrio externo, mas com um aumento do produto. Como as exportações são autônomas, mas as importações são função do nível do produto, uma política monetária expansionista, *ceteris paribus* aumenta o produto e as importações líquidas. Desta forma se registra um déficit na conta corrente. Além disso, o diferencial de juros negativo induz uma saída de capitais que se traduz em um déficit na conta capital e financeira. Então, este déficit no balanço de pagamentos obriga ao banco central a perder reservas internacionais sistematicamente até a economia retornar automaticamente ao ponto de equilíbrio inicial. Sob um regime de câmbio fixo, o banco central está comprometido a vender todas as divisas que sejam demandadas (ou comprar todo o excedente de base monetária que seja ofertado). Por tanto, com a perda de reservas a base monetária se contrai, e pelos motivos inversos ao multiplicador monetário

também se contrai a quantidade de moeda porque se destroem depósitos e se outorgam menos créditos. Desta forma a demanda agregada e o produto se contraem, as importações líquidas se reduzem e a taxa de juros aumenta até igualar à taxa de juros internacional, isto é, a condição inicial de equilíbrio geral.

O processo inverso significa uma política monetária contrativa. Contraindo-se a demanda agregada, o produto e as importações líquidas (superávit na conta corrente). A taxa de juros aumenta acima da internacional e entram capitais pelo diferencial de juros (superávit na conta capital e financeira). Assim, pelo superávit no balanço de pagamentos aumentam as reservas internacionais e se expande a quantidade de moeda até retornar à condição inicial de equilíbrio geral.

Para uma economia pequena e com mobilidade perfeita ou imperfeita de capital onde o banco central mantém um regime de taxa de câmbio fixo, o modelo MF afirma que a oferta monetária se torna endógena e a política monetária totalmente ineficaz<sup>7</sup>. Em outras palavras, o banco central perde a soberania monetária, pois neste caso a oferta de moeda opera através do mecanismo de ajuste automático determinado pela variação de reservas internacionais. Note-se que neste esquema é irrelevante a possibilidade de que efetivamente seja a taxa de juros e não a quantidade de moeda o instrumento do Banco Central. Para o caso onde seja a taxa de juros o instrumento, o Banco Central também perderia sua capacidade de expandir ou reduzir o produto e emprego, isto é sua capacidade de exercer política monetária. Neste contexto só a política fiscal é eficaz.

No entanto devemos realizar uma série de comentários. É verdade que no modelo MF se aceita incorporar à taxa de juros doméstica um *spread* e expectativas

---

<sup>7</sup> Num regime de câmbio fixo, em todos os casos onde a curva BP é horizontal, mais vertical ou menos vertical que a curva LM o efeito da política monetária é totalmente ineficaz (Serrano & Summa, 2011, p. 6)

de desvalorização cambial sobre a taxa de juros internacional, mas se torna irrealista quando pressupõe que tanto o *spread* quanto as expectativas de desvalorização sejam constantes. Portanto, mais razoável é supor que a taxa de juros doméstica é igual à taxa de juros internacional ( $i^*$ ) mais um *spread* variável que reflita o prêmio de “risco país” pela dívida externa, mais as expectativas variáveis de desvalorização cambial ( $\Delta e^e$ )<sup>8</sup>:

$$i = i^* + \text{spread} + \Delta e^e$$

Se a taxa de juros for igual à internacional, a economia já estaria numa situação de saída de capitais e ainda mais ilógica seria uma política monetária expansiva baixando ainda mais os juros e acelerando o déficit no balanço de pagamentos. Na posição inicial, a taxa de juros doméstica deveria estar “bem acima” da taxa de juros internacional para que uma política monetária expansiva possa ter alguma lógica interna.

No entanto, mesmo incorporando algum *spread* que reflita o risco sobre o passivo em divisas estrangeiras e mantendo a livre mobilidade de capitais não parece realista supor que o déficit em conta corrente poderá ser constantemente financiado a uma taxa de juros constante. Mais relevante que a hipótese de perfeita mobilidade de capitais é a hipótese de perfeita substitutabilidade entre ativos no nível mundial. Portanto, aceitando só que os títulos públicos dos diferentes países não são substitutos perfeitos no mercado financeiro mundial já é suficiente para garantir que não haverá fluxo infinito de capitais. Então, mesmo sendo a curva BP positivamente inclinada, se torna vertical a partir do ponto em que se verifica um racionamento total de crédito externo (Serrano & Summa, 2011, pp. 9-10).

---

<sup>8</sup> Incluso sob um *currency board* estruturalmente insustentável as expectativas de desvalorização cambial podem acelerar a saída desse regime.

Por outro lado, as conclusões do MF são em princípio razoáveis só aceitando o pressuposto da operatória do ajuste automático da base monetária à variação das reservas internacionais e também a existência de um multiplicador monetário estável. Portanto, segundo o MF não existem mecanismos de “esterilização” dos “desequilíbrios” do mercado monetário. Em outras palavras, não existe nenhuma possibilidade de neutralizar o efeito do ajuste automático sobre variação endógena da quantidade de moeda.

Para o caso analisado segundo o MF opera o chamado “trilema da impossibilidade” da política monetária, ou seja, a impossibilidade do banco central de controlar simultaneamente a taxa de câmbio, a taxa de juros e a quantidade de moeda. Se o banco central fixar a taxa de câmbio, segundo o trilema a quantidade de moeda se torna “endógena” e a taxa de juros também.

O que se deve realçar aqui é que a “endogenia” do MF não tem nada a ver com a abordagem da moeda endógena já analisada. Enquanto a endogenia neoclássica está determinada por pressupostos que operam através do setor externo, na abordagem heterodoxa a endogenia é determinada pelo crédito bancário interno e liderada pela demanda efetiva.

Segundo Lavoie (1992; 2001):

It should be clear to all that the endogeneity of money to which the neoclassical authors are referring in this international context is quite different from the endogeneity advocated by post-Keynesian authors (...). These two views cannot be reconciled. (Lavoie, 1992, p. 189)

In the neoclassical instance of the endogenous money supply, the endogeneity process is *supply-led*, whereas in the post-Keynesian approach, the money supply is endogenous because it is *demand-led*. (Lavoie, 2001, p. 218)

O seguinte Quadro 3 ilustra a diferença entre a endogenia ortodoxa e a endogenia heterodoxa:

**Quadro 3**

<p><b>Endogenia Mundell Fleming (câmbio fixo)</b> <math>\Delta BP \rightarrow \Delta R^* \rightarrow \Delta H \rightarrow \Delta C</math></p>
<p><b>Endogenia heterodoxa (horizontalista)</b> <math>\Delta BP \rightarrow \Delta R^* \rightarrow (\Delta H - \Delta D) \leftarrow \Delta C</math></p>

BP = balanço de pagamentos, R\* = reservas internacionais, H = base monetária, C = crédito, D = dívida interna,  $(\Delta H - \Delta D)$  = compensação endógena (simplificada)

Em resumo, o trilema e o princípio do ajuste automático repousa sobre os seguintes pressupostos: a) o influxo líquido de capitais determina a variação líquida da base monetária, b) existe um multiplicador monetário estável, e c) não existem mecanismos de esterilização das variações da base monetária.

Se qualquer um desses pontos se mostrarem inválidos o MF e seus derivados tanto ortodoxos quanto heterodoxos deixarão de ser razoáveis. Já analisamos os problemas teóricos e práticos do ponto a) e b). Sobre o ponto c) sabemos que a esterilização existe, mas como funciona e quem determina este mecanismo de compensação?

#### **4.2. A “esterilização” monetária e os mecanismos de compensação endógenos**

Tradicionalmente se diz que os seguintes mecanismos financeiros são os instrumentos de política monetária do banco central:

- a) Recolhimentos compulsórios: São depósitos à vista que cada banco é obrigado a manter no banco central sob a forma de reservas bancárias, sendo calculado como percentual sobre os depósitos.
- b) Redescontos: São empréstimos na forma de créditos em reservas bancárias concedidos pelo banco central aos bancos que precisam assistência financeira de liquidez.
- c) Operações compromissadas: Conhecidas como *repurchase agreements* (repo) são operações de *open market* e mercados com garantia que consistem na compra e venda de títulos em que o vendedor se compromete a recomprar o título a um preço acordado e em data especificada, do comprador. Em verdade, o que está sendo negociado em uma operação compromissada são reservas onde o tomador entrega títulos em garantia.
- d) Licitação de títulos próprios: Raramente o banco central opera com títulos que ele mesmo define, mas se for o caso, se trata da colocação de títulos por meio de licitações num mercado primário.

Mas na realidade, além dos recolhimentos compulsórios de encaixes bancários os outros “instrumentos” não são mais que variáveis de liquidez que podem ser sujeitas a mecanismos compensatórios endógenos baseados numa taxa de juros exógena. A devolução de redescontos pelos bancos está induzida por mecanismos endógenos quando os bancos preferem pagar aquelas dívidas com o banco central em vez de manter reservas líquidas indesejadas. Também as assistências de liquidez ou a acomodação do banco central, por exemplo, com as operações de passes ativos no mercado interbancário (expansão da base

monetária) ou mesmo no caso contrário com passes passivos (esterilização) são mecanismos compensatórios endógenos, dada a taxa de juros. Assim, no caso em que o banco central emitisse seus próprios títulos, também a uma dada taxa de juros as quantidades de títulos licitadas estarão determinadas endogenamente pela sua demanda.

Um dos argumentos mais difundidos contra o mecanismo de ajuste automático, tanto em modelos ortodoxos quanto heterodoxos, é que o banco central tem a capacidade de esterilizar ou absorver os “excessos” de oferta de base monetária. Assim o mecanismo de esterilização é apresentado como um instrumento de política monetária ou de intervenção do banco central no mercado monetário.

Sem dúvida, existem mecanismos de esterilização da base monetária que invalidam as previsões do modelo MF, mas se trata realmente a esterilização de um instrumento de política e uma iniciativa do banco central?

Argumenta-se com frequência que no caso de uma variação negativa (positiva) das reservas internacionais o banco central pode segurar o estoque de base monetária comprando (vendendo) títulos públicos por meio de operações de *open market*. Assim o banco central também controla a distribuição de valores dos portfólios privados. Vejamos.

Suponha que a base monetária (e os títulos públicos) é totalmente exógena. Neste cenário, o banco central pode controlar plenamente a quantidade de base monetária ou, em outras palavras, o banco central pode determinar a quantidade de títulos públicos nos portfólios privados. No entanto, dada a demanda de base monetária, a única forma possível de o banco central intervir no mercado monetário é alterando o rendimento dos títulos públicos, isto é, alterando a taxa de juros. Em outras palavras, dada a demanda de base monetária o banco central só pode

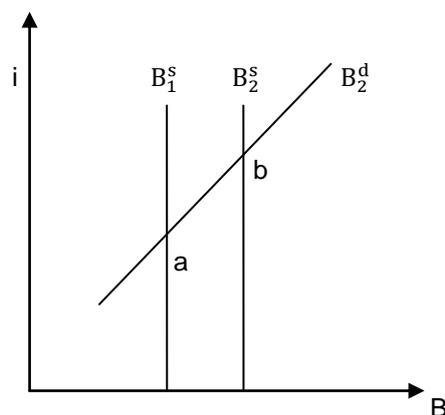
esterilizar base monetária (ou seja, contrair a base monetária) se vende títulos públicos a um preço menor do preço de mercado vigente ao momento da operação, ou seja, se aumenta a taxa de juros. Inversamente, dada a demanda de base monetária, o banco central só pode “esterilizar” títulos públicos (expandir a base monetária) se compra títulos públicos a um preço maior do preço de mercado vigente ao momento da operação, ou seja, se baixa a taxa de juros.

Em resumo, se supusermos que a demanda de base monetária é constante a única forma possível de o banco central conseguir cumprir uma meta quantitativa de base monetária é alterando o rendimento dos títulos públicos até alcançar o novo “equilíbrio” de oferta e demanda.

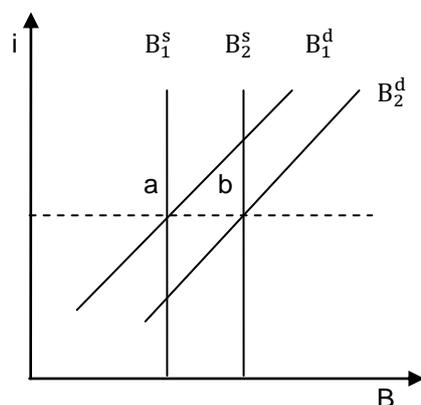
Claro que seria possível também esterilizar sem ter que alterar a taxa de juros, mas só se a demanda se ajustasse e deixasse de ser constante. Também fica claro que neste caso (taxa de juros exógena) seria impossível cumprir determinada meta quantitativa pelo simples fato de que o banco central não controla a demanda de moeda. Em outras palavras, se a demanda não é constante e a taxa de juros é exógena, por definição a esterilização é endógena. Assim, o banco central só pode cumprir metas quantitativas no hipotético cenário irrealista da existência de uma demanda por títulos constante.

No Gráfico 8 podemos observar a intervenção do banco central no mercado monetário “esterilizando” e alcançando o novo equilíbrio do ponto a para o b por meio da venda de títulos públicos a um preço menor (taxa de juros maior), dada a demanda de títulos públicos. No entanto, no Gráfico 9 vemos que dada a taxa de juros (ou preço dos títulos) a “esterilização” se dá por meio de um deslocamento da demanda de títulos públicos alcançando o novo equilíbrio do ponto a para o b

**Gráfico 8**



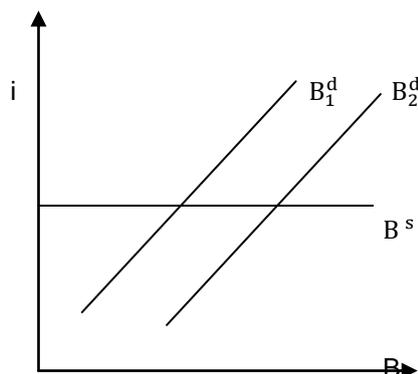
**Gráfico 9**



Desta forma, podemos observar que na verdade a esterilização não é um instrumento do banco central e está longe de ser um resultado da sua livre iniciativa, pois dada a taxa de juros as quantidades esterilizadas se tornam endógenas. Segundo Lavoie “with fixed exchange rates, sterilizations occurs automatically” (Lavoie, 2001, p. 229)

Neste sentido, a representação gráfica convencional da esterilização monetária no mercado aberto desde uma visão metodológica “horizontalista” deveria ser assim:

Gráfico 10



Esta última visão está em linha com a tese da compensação endógena que é mais abrangente no seu objeto de estudo que os estritos enfoques convencionais do livro-texto que dão ênfase nas operações de mercado aberto. Mas, principalmente a diferença está na endogenia dos mecanismos compensatórios a diferença da exogenia convencional.

Portanto, segundo Lavoie (1992):

The theory of endogenous money and its compensation thesis in the case of an inflow of foreign currency may thus be summarized in the following manner: (1) the non-financial beneficiaries of foreign currency may use it to diminish their outstanding debt towards the commercial banks; (2) the banks may use this additional source of base money to diminish their debt towards the central bank, or (3) to diminish the rate of growth of their debt towards the central bank in a fast growing economy; (4) the banks may use the foreign source of base money to diminish their sales of Treasury bills to the central bank which are made in order to acquire compulsory reserves; or (5) if the economy is expanding slowly by comparison with the incoming flow of foreign currency, the banks may buy government bonds and accumulate secondary reserves. (Lavoie, 1992, p. 191)

Dada a taxa de juros, os movimentos financeiros no balanço contábil do banco central se tornam endógenos e determinados pelos bancos e agentes financeiros que operam no mercado financeiro doméstico. No entanto, também temos mecanismos compensatórios endógenos quando os exportadores depositam seus saldos monetários positivos para pagar as dívidas contraídas previamente.

Sabemos que os exportadores que recebem divisas como forma de pagamento devem cambiá-las por moeda doméstica para poder exercer poder de compra interno. Mas, dado que as exportações são resultado de um processo produtivo anterior que provavelmente recebeu financiamento bancário como qualquer outro investimento, provavelmente também os exportadores devam utilizar parte da renda para pagar as dívidas com os bancos. Este pagamento de dívidas dos exportadores destrói a base monetária que tinha aumentado pela venda de dólares desses mesmos exportadores. Neste caso o banco central está além de qualquer tipo de participação.

Exporters, who now get paid for their exports, previously incurred expenditures when producing these export goods, and probably had to borrow to do so. As a result, when they transform their foreign receipts into domestic deposits, these deposits are utilized to pay back their debt *vis-à-vis* the banks. (Lavoie, 2001, p. 236)

Portanto:

one can say that the compensation principle occurs at two levels, 'at the junction between the public and the banks, and at the junction between the banks and the central bank. (Lavoie, 1992, p. 190).(Lavoie, 2001, p. 237)

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Conforme ao estudo da realidade econômica os modelos “verticalistas” de moeda exógena não parecem contribuir ao entendimento de uma economia monetária de produção, mesmo na suas variantes “heterodoxas”. Vimos que o funcionamento destes modelos esta baseado em pressupostos que apresentam problemas lógicos à luz dos fundamentos da criação monetária numa economia capitalista. Em outras palavras, não só o exogenismo apresenta problemas pela sua dependência de, basicamente, uma suposta base monetária *ex ante* e um multiplicador monetário que não se verifica na realidade, mas fundamentalmente

porque o crescimento monetário esta determinado pelo crédito bancário, isto é, o requisito essencial de poder de compra *ex ante* para o funcionamento de uma economia que cresce liderada pela demanda.

No entanto a abordagem da moeda endógena deve estar acompanhada por uma abordagem da taxa de juros exógena para evitar os problemas decorrentes do estruturalismo pós-keynesiano. É verdade que neste trabalho não estudamos as determinantes do *spread* privado de longo prazo que em ultima instancia seria o núcleo da critica estruturalista (e neoclássicas) ao horizontalismo Mas sim observamos uma serie de problemas teóricos que apresenta a “curva positivamente inclinada” da oferta monetária suficientes para desestimar esta visão.

Em primeiro lugar, observamos que mesmo existindo o efeito sobre os juros gerado por uma mudança na “preferência pela liquidez” dos bancos, a taxa de empréstimos só poderia mudar finalizado o período corrente, pois as taxas de juros são “preços” prefixados para o tomador. A “função juros” estruturalista não é contínua porque a taxa de empréstimos não é um *flex-price* determinado num leilão.

Em segundo lugar, o comportamento da firma bancária não pode ser pensado em termos da suas “preferências” individuais em linha com os fundamentos neoclássicos. Os bancos agem em conjunto num marco de concorrência capitalista. Portanto, não existem motivos para imaginar necessariamente alguma correlação positiva entra a taxa de endividamento privado agregado e a taxa de juros privada de longo prazo.

Em terceiro lugar, como bem demonstra Wolfson (1996) o núcleo do racionamento de crédito não é “via juros” e sim via quantidades. Os juros não são um mecanismo efetivo de exclusão da demanda nocional.

Em quarto lugar, o esquema analítico estruturalista é inconsistente quando mistura uma curva de demanda monetária de curto prazo com uma curva de oferta de crédito de longo prazo. A abordagem estruturalista pós-keynesiana que focaliza toda sua fundamentação econômica num mundo “não-ergódico” termina dando ênfase em fatores de longo prazo para determinar a taxa de juros privada de longo prazo.

Portanto, uma vez aceita uma abordagem sólida sobre a taxa de juros exógena podemos entrar sem problemas num debate crítico do modelo Mundell Fleming com regime de câmbio fixo. A “endogenia” neoclássica derivada deste modelo não será um fator de confusão se entendermos que a determinação efetiva da criação monetária liderada pela demanda efetiva é determinada pelo crédito bancário. De esta forma, podemos entender a operatória dos mecanismos compensatórios numa economia aberta como também aqueles derivados do sistema bancário interno.

A abordagem da moeda endógena não só tem implicações fortes na compreensão teórica do funcionamento de uma economia monetária, mas também tem implicações de política econômica de grande relevância, por exemplo, sobre o problema da inflação. Esta abordagem é um instrumento central para uma crítica ao “quantitativismo” convencional tanto exogenista (monetarismo) quanto endogenista (novo consenso). Um diagnóstico de inflação de custos não pode ser defendido plenamente sem antes ter uma clara compreensão da *genesis* da moeda e o instrumento do banco central, a taxa de juros.

**PARTE II:**

**A ABORDAGEM DA MOEDA ENDÓGENA E OS REGIMES MONETARIOS ARGENTINOS (1991-2010)**

## 6. INTRODUÇÃO

Esta Parte II de caráter empírico terá por objetivo aplicar os conceitos desenvolvidos na Parte I. Sem dúvida, os regimes da Conversibilidade e da pós-Conversibilidade apresentam inumeráveis diferenças de tipo ideológico, operativo e de contexto macroeconômica. No entanto, apresentam uma característica comum derivada do controle do mercado de câmbios pelo banco central e de uma política de câmbio fixo (ou quase fixo na pós-Conversibilidade, mas que não altera nossa análise). Claro que mesmo nesta semelhança existem deferências de fundo. Enquanto o regime da Conversibilidade estava baseado numa moeda sobrevalorizada em termos nominais e reais, o regime da pós-Conversibilidade mostrou uma forte desvalorização nominal e real que ao longo do tempo foi se apreciando realmente, mas também desvalorizando nominalmente para compensar o *overshooting*.

De qualquer forma, o que sim fica claro que entre 1991 e 2002 prevaleceu um regime de crônico déficit em conta corrente com um mecanismo de endividamento público externo “endógeno” como única forma de acumular divisas. Pelo contrário, desde 2003 até a atualidade o superávit em conta corrente explicou a acumulação de reservas e se desenvolveu um processo de redução da dívida externa em termos do PIB.

Um dos objetivos desta Parte II será demonstrar que o modelo Mundell Fleming não operou na economia argentina pelos fatores desenvolvidos na Parte I teórica. Assim, se tentará demonstrar que a base monetária que tem preocupado durante anos a economistas e *policymakers* argentinos não tem nenhum papel relevante no sistema financeiro e monetário, incluso na Conversibilidade. Espera-se que em ambos os regimes analisados, a base monetária seja largamente um

resultado residual de um circuito monetário liderado pela demanda efetiva e determinando pelo crédito bancário interno.

A crise da Conversibilidade esteve determinada pela estrutural restrição externa da economia argentina, mas seu colapso pelo racionamento de crédito externo inevitável para uma economia em depressão e adicta ao financiamento externo. Sobretudo, porque a Conversibilidade não possuía um compromisso formal de cobertura com a Reserva Federal dos Estados Unidos, país emissor da moeda-âncora.

Pelo contrário, a recomposição da economia argentina veio puxada por uma pós-Conversibilidade que reforçou uma tendência favorável dos preços internacionais das *commodities* através de uma política cambial competitiva e múltipla. Assim, se incentivou o emprego industrial e o mercado interno que permitiu consolidar o crescimento do produto.

## **7. ARGENTINA (1991-2002): A ABORDAGEM DA MOEDA ENDOGENA E A CONVERSIBILIDADE**

### **7.1 Introdução**

Neste capítulo se estudará a raiz do funcionamento e colapso da Conversibilidade argentina. Uma introdução se realizará ao contexto macroeconômico ao momento da sua implantação e uma apresentação da interpretação ou visão dominante de como funcionava a Conversibilidade. Desta forma, criticaremos os problemas teóricos e empíricos que apresenta esta visão que não necessariamente se corresponde só com autores neoclássicos.

Passo seguinte desenvolvermos uma visão alternativa de como funcionava de fato a Conversibilidade que é totalmente compatível com a abordagem da moeda endógena desenvolvida na Parte I. Assim, formalizamos em forma estilizada um pequeno modelo descritivo desta visão alternativa.

### **7.2. Conversibilidade, sobrevalorização cambial e desinflação**

Após o período hiper-inflacionário mais profundo que a economia argentina tinha registrado, o governo tentou transformar seu banco central, *Banco Central de La República Argentina* (BCRA) num conselho da moeda (*currency board*). Um conselho da moeda pode ser caracterizado como uma variante extrema de um regime de câmbio fixo, onde segundo a visão convencional deveria operar o mecanismo de ajuste automático da base monetária à variação das reservas internacionais, ou da determinação da base monetária pelo balanço de pagamentos. Em outras palavras, o conselho da moeda está obrigado a vender a divisa – âncora

na paridade estabelecida institucionalmente. Existem poucas experiências recentes sobre o funcionamento deste tipo de regime monetário e o caso argentino tem sido dos mais estudados. Historicamente destaca-se, por exemplo, o regime internacional do padrão – ouro e os regimes monetários coloniais ou “semi-coloniais” como também a Argentina a finais do século XIX<sup>9</sup>.

Sem dúvida, um *full backing* de todos os agregados, isto é, da base monetária mais os depósitos à vista e a prazo não só seria difícil de alcançar pelo alto nível de acumulação de divisas que se deveria ter como pré-requisito. Mesmo supondo que fosse possível tal experiência, o custo de oportunidade de todo o lastro acima do valor da base monetária seria alto demais. Nos anos 90, se debatia na Argentina sobre o eventual uso de reservas de “livre disponibilidade” quando houvesse que neste caso se tratava do excedente de reservas internacionais acima do nível de base monetária (medida em dólares, que na Conversibilidade a paridade era igual a 1). Alguns economistas defendiam o simples entesouramento destas reservas de “livre disponibilidade” para reforçar a solidez do regime argumentando que o custo de oportunidade seria semelhante a um “seguro”<sup>10</sup>:

En cierta forma, el costo de las reservas excedentes -o más en general, de la acumulación de activos externos- puede verse como un "seguro" contra fluctuaciones pronunciadas del ingreso nacional y de los ingresos fiscales, comprado por el sector público. (Damill, 1999, p. 24)

---

<sup>9</sup> No entanto as comparações históricas devem ser cuidadosas. Quando o governo britânico em 1844, sob a inspiração da doutrina da *Currency School* aprovou a *Bank Charter Act* desejava que existisse um monopólio na emissão monetária e que este agente emissor mantivesse reservas pelo 100% dela. Diferente à atualidade, em aquele momento a intenção era regular a emissão monetária dos bancos privados, pois não existia um banco central moderno. Em outras palavras, esta conceção do conselho da moeda tinha pretensões de lastramento não só das notas bancárias, mas também dos depósitos.

<sup>10</sup> É curioso que na Argentina post-conversibilidade ainda se continua utilizando o conceito de reservas de “livre disponibilidade” em círculos acadêmicos, jornalísticos e incluso em âmbitos oficiais. Na atualidade, a política de acumulação de reservas obviamente não é para lastrear a base monetária (nem qualquer agregado), mas fundamentalmente para garantir a política cambial.

A *Ley de la Convertibilidad* (lei da conversibilidade) foi aprovada pelo Congresso Nacional (parlamento) no dia 17 de março de 1991, e foi a base de um plano mais abrangente de orientação neoliberal. Um amplo programa de privatizações, desregulação financeira e do comércio exterior e mudança nas condições de barganha salarial foram medidas funcionais à sustentabilidade do mais abrangente “*Plan de la Convertibilidad*”.

A Conversibilidade estabelecia uma taxa de câmbio de 1 *peso* por 1 *dólar*. De esta forma o BCRA estava obrigado de segurar a conversibilidade do peso à moeda – âncora. No entanto, a lei especificava que o BCRA tinha a obrigação de comprar dólares à paridade cambial fixa, mas não vendê-los sempre a esta taxa de câmbio. Existia a esperança de que no futuro o peso conseguisse flutuar livremente a uma cotação maior que o dólar. Em palavras do ex-ministro de economia Domingo F. Cavallo:

A sound institutional sequence for the monetary organization of an open economy is a Currency Board that successfully turns into a Central Bank. This will only happen when the convertible currency appreciates vis a vis the supporting currency. If this appreciation originates in deterioration in the quality of the supporting currency, the Currency Board is usually kept and the patron currency changed. But, if the appreciation is the result of a higher rate of growth in productivity in the local economy relative to that of the patron currency's economy, then the real side of the economy will push for an appreciation of the local currency. At that point, the national currency will, most likely, be allowed to float freely and the Currency Board transformed into a Central Bank ready to conduct an independent monetary policy. (Cavallo, 1999, p. 5)

Ou seja, no longo prazo, a única possibilidade de que o BCRA se tornasse um banco central seria caso a Argentina tomasse o caminho do Japão ou da Alemanha, pois se estava pensando no desenvolvimento do yen ou do marco. Caso o dólar americano sofresse uma forte desvalorização, o conselho da moeda deveria trocar de moeda – âncora e continuar funcionando.

Fora do otimismo infundado sobre a possibilidade próxima de uma produtividade argentina superior à americana, o ponto sobre a desvalorização do dólar merece uma atenção maior. Cavallo parece subestimar as possíveis vantagens duma desvalorização do dólar á luz do crônico déficit em conta corrente da economia argentina. Claro que só estamos pensando numa desvalorização mundial do dólar e não numa apreciação do peso baseado em expectativas de valorizações futuras, pois se for este o caso a recomendação de Cavallo de trocar de moeda - ancora não faria sentido: uma apreciação do peso por tais motivos especulativos não só seria contra o dólar, mas também contra todas as moedas. Além disso, se o banco central não desejasse uma valorização especulativa do peso, não teria motivos para não reagir baixando a taxa de juros e reprimir o espiral ascendente.

Para a economia americana, uma desvalorização da sua moeda está longe de ser prejudicial. Segundo Serrano (2008):

Podemos concluir que no atual padrão dólar flexível, em principio, as desvalorizações do dólar tem em geral efeitos positivos para a economia americana, pois não pressionam pra cima a taxa de juros interna, aumentam as exportações, (...), aumentam o produto e o emprego, não aumentam significativamente a inflação e, ainda por cima, aumentam o valor em dólares de muitos ativos americanos no exterior (e reduzem o valor em dólares do passivo externo líquido da economia. (Serrano, 2008, p.134)

Serrano (2008) também afirma que os preços internacionais das *commodities* são insensíveis à desvalorização do dólar porque são preços fixados em dólares. Desta forma, o autor critica a recente tese dominante que afirma a suposta existência de uma relação inversa entre a cotação das *commodities* e o valor do dólar.

Uma desvalorização da moeda argentina medida em dólares aumenta os preços das exportações e das importações medidas em pesos. Mas, no caso de um

conselho da moeda baseado no dólar ou de uma dolarização, que aconteceria com uma desvalorização internacional do dólar?

Sabemos que a economia não vai importar inflação americana pelo baixo efeito inflacionário que tem a desvalorização do dólar na própria economia americana. No entanto, sim vão aumentar os preços das importações de origens não-americanas. Se a elasticidade-preço das exportações e importações for alta, deveríamos esperar um efeito positivo no balanço de pagamentos. Além disso, em caso de persistir esta taxa de câmbio real multilateral se deveria esperar uma recomposição das importações a favor das americanas. Mas, se a elasticidade-preço for baixa, talvez não se deva esperar um efeito positivo de curto prazo no balanço de pagamentos, mas sim uma recomposição das importações. No entanto, dependendo do saldo em conta corrente com EUA a desvalorização do dólar será positiva ou neutra para nossa economia sob conselho da moeda. Paradoxalmente, se a Argentina tiver um déficit comercial com EUA, *ceteris paribus* uma desvalorização do dólar terá um efeito positivo no balanço de pagamentos. Além disso, a dívida externa não só não teria um aumento real como nas desvalorizações convencionais, mas poderia ter uma redução real.

Em suma, dependendo da resultante dos diferentes efeitos sobre o setor externo, isto é, inflação importada, aumento das exportações líquidas ou redução da dívida externa, se pode afirmar sobre as conseqüências efetivas duma desvalorização do dólar. Se nos baseássemos no atual cenário internacional, uma desvalorização do dólar sob um conselho da moeda com as características estruturais argentinas teria um efeito líquido positivo sobre o setor externo com um

aumento do produto e um moderado aumento do nível de preços via importação (inflação cambial)<sup>11</sup>.

No entanto, sobre esta possibilidade de vender pesos por dólares a uma taxa de câmbio menor, outra explicação parece ser mais pragmática que as ilusões de um acelerado aumento da produtividade nacional: tratar-se-ia de um instrumento do BCRA para responder com um câmbio mais baixo quando houvesse eventuais ataques especulativos contra o peso ou expectativas de desvalorização cambial (Beker & Escudé, 2007). À luz da experiência, este instrumento nunca foi utilizado.

O principal objetivo da Conversibilidade foi terminar com a inflação crônica. Apesar da sua concepção monetarista na argumentação das causas da inflação argentina o sucesso antiinflacionário se deve procurar em outro lado:

The idea behind convertibility is theoretically simple and draws on Milton Friedman's concept of the optimal quantity of money. (Cavallo, 1995, p. 8)

Neste ponto, o plano da Conversibilidade foi bem sucedido porque sobrevalorizou a taxa de câmbio e ancorou as expectativas de desvalorização cambial, mas claro, fundamentalmente ajudado pela conjuntura de baixa inflação importada.

A dependência do financiamento externo induzia ao governo a manter “alto” o diferencial de juros e “baixo” o déficit fiscal que em combinação agravavam o déficit em conta corrente e contraíam a demanda agregada, piorando a arrecadação tributária e ainda mais déficit fiscal. Nestas condições, uma contração da demanda agregada tem um efeito positivo sobre a conta corrente pela queda das importações.

---

<sup>11</sup> Diferente aos clássicos termos de intercâmbio do século XX, atualmente a tendência parece ser de aumentos nos preços das *commodities* e quedas nos preços industriais. O ingresso da China na economia mundial determinando baixos custos de produção pode ser uma explicação aproximada do novo fenômeno.

Assim, com deflação, desemprego e reduções dos salários nominais a pedido dos programas “fondomonetaristas” devia melhorar a competitividade e aumentar as exportações. No caso argentino, a rigidez da Conversibilidade e a orientação da política econômica só aprofundaram os efeitos negativos da contração levando à economia a uma depressão no final da década e colapso em 2001/02.

Além das particularidades deste conselho da moeda a estratégia antiinflacionária não foi nada original. Baseado numa suposta taxa de câmbio de equilíbrio, Canavesse (2001) explica a sobrevalorização nominal argentina:

La determinación del tipo de cambio al que se inicia la convertibilidad aparece, en principio, como engañosamente fácil. En efecto, sólo se trata de resolver una ecuación lineal con una sola incógnita: ¿Cuál es el tipo de cambio que iguala el valor de las reservas externas con el agregado monetario que se elige respaldar? Sin embargo, este tipo de cambio puede resultar muy diferente al que rige en el mercado libre. Si es más alto, induce inflación mientras que si es más bajo, indica que probablemente sea innecesario introducir una caja de conversión. En Argentina, la Ley de Convertibilidad fijó un tipo de cambio levemente superior al que regía en el mercado libre en el momento de su sanción. (Canavesse, 2001, p. 7)

No entanto, como consequência da apreciação internacional do dólar a sobrevalorização real do peso com relação ao resto das moedas foi mais significativa ainda. Segundo Beker & Escudé (2007):

Entre Julio de 1995 y marzo de 2001, el peso se apreció sustancialmente en términos reales: 40,8% contra la zona del Euro (que representa el 22,8% de las exportaciones en bienes no básicos), 55,8% con respecto a Brasil (30,2%) y 5,4% con respecto a los 26 países restantes que agrupan el 31,1% de nuestras exportaciones. (Beker & Escudé, 2007, p. 16)

A sobrevalorização cambial foi tão efetiva como política antiinflacionária que a economia passou de um processo hiper-inflacionário entre 1989-90 a um processo deflacionário no final da década. Claro que a causa da deflação já não era a política cambial nem as baixas taxas de inflação importada, mas a profunda depressão

econômica entre 1998 e 2002. A seguinte Tabela 1 mostra esta evolução, evidenciando a violenta mudança de tendência no ano 2002 como consequência do colapso da Conversibilidade e a maxi-desvalorização cambial.

**Tabela 1**

**Taxa de inflação (IPC) e crescimento anual do PIB**

Ano	IPC	PIB
1989	4923.5%	-6.9%
1990	1343.9%	-1.8%
1991	84.0%	10.6%
1992	17.5%	9.6%
1993	7.4%	5.7%
1994	3.9%	5.8%
1995	1.6%	-2.8%
1996	0.1%	5.5%
1997	0.3%	8.1%
1998	0.7%	3.9%
1999	-1.8%	-3.4%
2000	-0.7%	-0.8%
2001	-1.5%	-4.4%
2002	41.0%	-10.9%

Fonte: INDEC e Dirección Nacional de Contas Nacionales

Também sobre os casos de “dolarização” oficializada, mas perfeitamente aplicável ao caso argentino, Serrano (2003) observa:

O maior (e possivelmente o único) benefício da dolarização é que ela tende a resultar em baixas taxas de inflação. Desde que, por definição, países ‘dolarizados’ deixam de ser capazes de desvalorizar suas taxas de câmbio em relação ao dólar, a competição externa impede os produtores locais de aumentarem seus preços nos setores econômicos expostos ao comércio internacional (o setor de “tradeables”) mais rapidamente do que eles aumentam nos Estados Unidos.

(...)

Sob a dolarização a inflação tende a cair a níveis bastante baixos, porém com uma defasagem considerável, especialmente devido a aumentos em

preços de setores que não são facilmente expostos a concorrência externa (os setores de “non-tradeables”). (...) Como consequência, os custos dos produtos domésticos aumentam significativamente em relação às importações, e as exportações perdem competitividade. (Serrano, 2003, pp. 1-2)

Mas além das várias interpretações sobre questões pontuais, podemos identificar uma visão dominante de como funcionava a Conversibilidade, que não só se corresponde com abordagens ortodoxas, pois também se verificam trabalhos críticos da Conversibilidade e com pretensão heterodoxa que se baseiam nesta mesma visão dominante.

### **7.3. A visão dominante sobre o funcionamento da Conversibilidade**

Segundo a teoria convencional refletida nos livros-textos o conselho da moeda válida estritamente as conclusões macroeconômicas do modelo Mundell Fleming sob um regime de câmbio fixo. O banco central perde o controle da quantidade de moeda, pois a oferta monetária se torna endógena *supply-led* e em consequência também perde o controle da taxa de juros. Além disso a quantidade de moeda é lastreada totalmente por reservas internacionais que geram uma absoluta estabilidade monetária, pois, por um lado, se estabelece uma âncora de expectativas de desvalorização cambial, e por outro lado, se impossibilita ao banco central imprimir moeda sem lastro, isto é, se restringe a possibilidade do governo de causar inflação.

Segundo Mishkin (2004):

One solution to the problem of lack of transparency and commitment to the exchange rate target is the adoption of a currency board, in which the domestic currency is backed 100% by a foreign currency (say, dollars) and in which the note-issuing authority, whether the central bank or the government, establishes a fixed exchange rate to this foreign currency and stands ready to exchange domestic currency for the foreign currency at this

rate whenever the public requests it. A currency board is just a variant of a fixed exchange-rate target in which the commitment to the fixed exchange rate is especially strong because the conduct of monetary policy is in effect put on autopilot, taken completely out of the hands of the central bank and the government. In contrast, the typical fixed or pegged exchange-rate regime does allow the monetary authorities some discretion in their conduct of monetary policy because they can still adjust interest rates or print money.

A currency board arrangement thus has important advantages over a monetary policy strategy that just uses an exchange-rate target. First, the money supply can expand only when foreign currency is exchanged for domestic currency at the central bank. Thus the increased amount of domestic currency is matched by an equal increase in foreign exchange reserves. The central bank no longer has the ability to print money and thereby cause inflation. Second, the currency board involves a stronger commitment by the central bank to the fixed exchange rate and may therefore be effective in bringing down inflation quickly and in decreasing the likelihood of a successful speculative attack against the currency.

Although they solve the transparency and commitment problems inherent in an exchange-rate target regime, currency boards suffer from some of the same shortcomings: the loss of an independent monetary policy and increased exposure of the economy to shocks from the anchor country, and the loss of the central bank's ability to create money and act as a lender of last resort. (Mishkin, 2004, pp. 492-493)

Mais especificamente para o caso argentino, Dornbusch, Fischer & Startz

(2004) afirmam sobre a Conversibilidade:

¿Por qué optaría un país por renunciar a la política discrecional? Consideremos el caso de Argentina, en el que le banco central ha tenido cincuenta y cinco presidentes, uno por año, ha habido más de diez monedas, una tras otra, y, por si fuera poco, una hiperinflación. No es sorprendente que Argentina decidiera en la década de 1990 tener una caja de conversión. En este sistema, la moneda local está respaldada al 100 por cien por reservas de divisas. El banco central no goza, pues, de discrecionalidad, no es posible imprimir dinero para financiar los déficit presupuestarios y jamás vuelve a haber una devaluación. Durante los años 90, la política monetaria argentina fue fijada por la Reserva Federal de Washington... (Dornbusch, Fischer & Startz, 2004, p. 580)

Também sobre a Conversibilidade, Mishkin (2004) afirma:

Because the Central Bank of Argentina had no control over monetary policy under the currency board system, it was unable to use monetary policy to expand the economy and get out of its recession. Furthermore, because the currency board did not allow the central bank to create pesos and lend them to banks, it had very little capability to act as a lender of last resort. (Mishkin, 2004, p. 494)

Pareceria que para estes modelos moeda só seria o papel moeda em poder do publico, pois assim seria a única forma de aplicar a idéia de que a quantidade total de moeda está completamente lastreada em reservas internacionais. No entanto, em estudos aplicados estes autores assumem a existência de um multiplicador monetário estável, pois só assim seria compatível com o conceito do mecanismo de ajuste automático.

Além da restrição no mercado cambiário o banco central também tem impossibilitada a intervenção no mercado monetário, pois não pode agir como prestador de ultima instancia. Em teoria, para a visão dominante não poderiam existir mecanismos de esterilização.

No entanto esta interpretação convencional de moeda “endógena” também possui uma interpretação quantitativista, pois os efeitos antiinflacionários do conselho da moeda não são derivados da sobrevalorização cambial, como analisamos, mas da restrição ao governo de poder financiar seu déficit orçamentário com emissão monetária, isto é, da imposição de uma “regra” (currency board) que mantém sob controle o crescimento monetário.

A maioria dos trabalhos que analisam em detalhe o período da Conversibilidade, tanto de autores neoclássicos quanto autores com viés heterodoxo aceitam sem questionamentos o modelo Mundell Fleming com regime de câmbio fixo ao tentar aplicar o mecanismo de ajuste monetário automático. Em outras palavras, a economia doméstica seria claramente pro-cíclica determinada pelo balanço de pagamentos.

Segundo Rodriguez (1995):

Para sintetizar esta sección, los hechos estilizados de las implicancias macroeconómicas del Plan de Convertibilidad pueden describirse del siguiente modo: la percepción del ajuste estructural redujo la prima del riesgo país que, a su vez, indujo la entrada de capitales, principalmente por

la repatriación de activos y privatizaciones. La entrada de capitales aumentó tanto la oferta de crédito como la demanda agregada y terminó financiando los déficits de cuenta corriente, requiriendo, así, una apreciación real para que se produjera el cambio en los recursos (Rodríguez, 1995, p. 44)

Segundo Canavesse (2001):

La estabilización y las reformas indujeron una fuerte reducción en la tasa de riesgo país de la Argentina y un importante ingreso de capitales (...) En consecuencia, el crédito, que había desaparecido durante los años de alta inflación, retornó para promover el crecimiento del consumo, la inversión, el producto y el ingreso. (Canavesse, 2001, p. 8)

Mas también para Damill (1999):

En economías con un bajo grado de monetización y de intermediación financiera interna, ingresos de capitales en un período de boom como lo fueran los primeros años noventa, por ejemplo, pueden ser muy significativos en relación con el tamaño de los agregados monetarios al inicio del período. De tal modo, darán lugar a expansiones muy veloces del dinero y el crédito, o de la deuda pública si se recurriera a la esterilización. (...)

Por cierto, el mecanismo también funciona -pero al revés- cuando los capitales refluyen: salidas de fondos, en una economía con baja monetización, pueden significar reducciones muy importantes y veloces de la masa monetaria y de la capacidad prestable de los bancos, difíciles de asimilar sin una disrupción de las relaciones monetarias y financieras internas. (Damill, 1999, p. 15)

Esta forma,

con libre convertibilidad de la moneda a un tipo de cambio fijo, y movilidad de capitales irrestricta, la posibilidad de recurrir a mecanismos de esterilización se encuentra considerablemente limitada, y el impacto de las fluctuaciones en los flujos de capital puede muy dificultosamente ser amortiguado por esa vía. Por el contrario, los multiplicadores del dinero y el crédito operan plenamente, dando lugar a una respuesta pro-cíclica de la economía ante shocks del tipo de los que aquí nos ocupan. (Damill, 1999, p. 16)

E incluso para Frenkel & Rapetti (2007):

The Argentine macroeconomic experience under the convertibility regime is an example of a more general pattern of external crises. Many of the crises that took place since the seventies followed a boom-and-bust cycle path, generated by significant capital inflows to small and badly regulated domestic financial systems, in fixed (or semi-fixed) exchange rate environments. The stylized features of this cycle can be described as the

following. It begins with an expansionary phase caused by capital inflows typically attracted by high interest rate differentials between local and foreign assets in contexts of credible fixed exchange rates. (Frenkel & Rapetti, 2007, p. 6)

Por último, a Conversibilidade também mostrou uma tendência ao financiamento externo para se sustentar. O mecanismo de endividamento público externo se aprofundou depois da crise mexicana de 1995, pois se acreditava que a superação dela era um sinal de fortaleza do regime monetário argentino apesar de que a dolarização se intensificava. Uma tentativa neoclássica de explicar este fenômeno se pode ver em Beker & Escudé (2007). Segundo estes autores a economia estava num persistente desequilíbrio macroeconômico e perda de competitividade pela rigidez de preços e salários e, conseqüentemente pela rigidez da taxa de câmbio real.

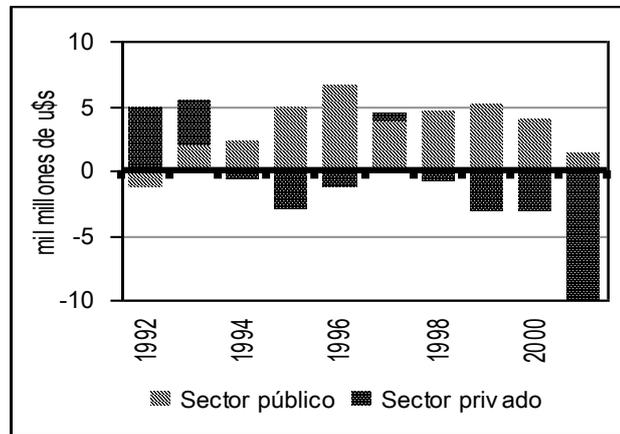
Una forma mecánica pero muy peligrosa de “solucionar” el exceso de demanda es obviamente aumentar el endeudamiento externo. (...) En cierta medida eso ocurrió en Argentina, aumentando la vulnerabilidad de la economía a un cambio repentino en la disposición de los inversores externos de financiar el problema de falta de competitividad de la economía. La economía sigue funcionando aunque vayan dejando de funcionar muchas empresas industriales y aumentando el desempleo. (Beker & Escudé, 2007).

#### **7.4. Os problemas teóricos e empíricos da visão dominante**

Efetivamente o financiamento externo foi uma “forma mecânica” de manter a atividade. Como mostra o seguinte Gráfico 11 a atividade privada foi financiada pelo endividamento externo público.

Gráfico 11

Geração e Consumo de Reservas Internacionais



Fonte: Juan Iñigo Carrera (2002)

Mas como é possível que exista “excesso de demanda” num contexto de alto desemprego? Nem que dizer a partir da recessão e deflação após de 1998. A restrição externa, ou “escassez” de divisas, não se deve confundir com “aquecimento” econômico. Entenda-se por aquecimento o excesso de demanda numa economia com pleno emprego e plena utilização da capacidade que cria pressões inflacionarias, não deflacionarias<sup>12</sup>. Como em Diamand (1983), a restrição externa estava associada à estrutural baixa produtividade industrial, mas neste caso agravada pelo conselho da moeda com uma taxa de câmbio nominal fixa sobrevalorizada e uma taxa de câmbio real multilateral mais sobrevalorizada ainda e com uma marcava tendência à queda na fase final. Incluso, sobre a taxa real de câmbio, o efeito positivo para a competitividade da deflação que começa com a

<sup>12</sup> Em um contexto onde não estão plenamente utilizados os recursos só é possível pensar num excesso de demanda quando a taxa de crescimento da demanda agregada é tão alta que o investimento induzido não consegue reagir a essa velocidade. No entanto a evidência empírica sugere que se trata mais de uma possibilidade teórica que de uma possibilidade observada na realidade. Sem dúvida o caso Argentino não possuía nenhuma característica que sugira um excesso de demanda, mesmo com esta aclaração.

recessão de 1998 foi mais que compensado pela desvalorização cambial brasileira de 1999.

O principal da visão dominante é teórico e teórico. Excetuando o caso de uma economia com “altas” margens de reservas internacionais de cobertura, um conselho da moeda nunca poderia lastrear a quantidade de moeda total porque a criação de moeda-crédito (depósitos a vista) e o crescimento dos depósitos a prazo são endógenos *ex ante* a qualquer tipo de cobertura. Portanto, além da complicação material que seria alcançar um lastro para toda a quantidade de moeda, não é possível afirmar que um conselho da moeda tem lastro total quando teoricamente só poderia cobrir instantaneamente a base monetária.

No entanto também existem problemas referidos ao tamanho efetivo do lastro. A Conversibilidade não tinha lastro em divisas internacionais para o 100% da quantidade de moeda e incluso alcançou a não ter lastro para o 100% da base monetária, mas sem violar a lei da Conversibilidade como aconteceu em 1995 e analisaremos a continuação.

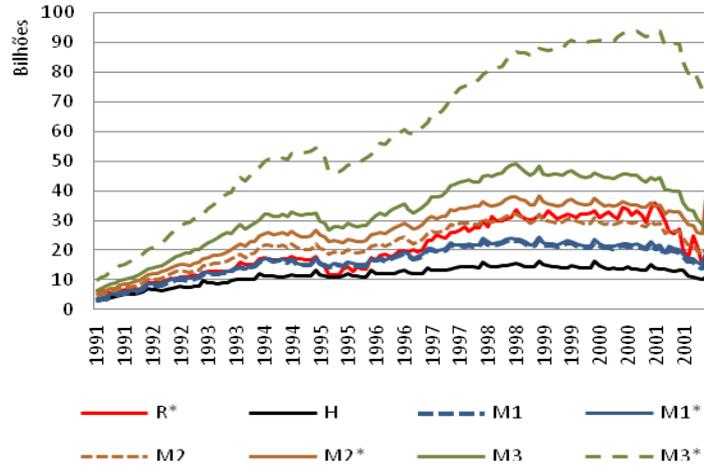
El primer ciclo expansivo de las reservas durante la Convertibilidad duró cuarenta y cinco meses abarcando desde el comienzo del programa (en abril de 1991) hasta diciembre de 1994. Durante ese lapso, los activos externos del Banco Central se quintuplicaron pasando de 2.566 a 14.550 millones de dólares. La segunda etapa de acumulación bajo la Convertibilidad va desde el mes de enero de 1996 a julio de 2000. En esos cincuenta y cinco meses, las reservas prácticamente se duplicaron pasando de 13.230 a 26.050 millones de dólares. (Redrado et al, 2006, p. 65)

Para ter uma aproximação do tamanho relativo e absoluto do lastro vejamos os seguintes gráficos<sup>13</sup>:

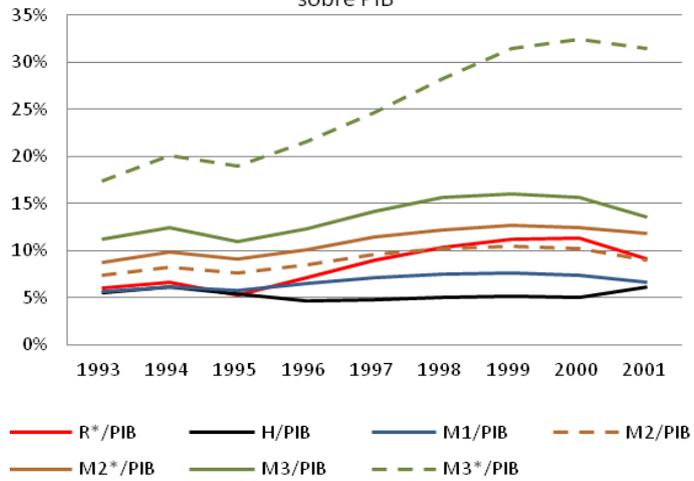
---

<sup>13</sup> Lembre-se que é correto comparar os agregados monetários em pesos com as reservas internacionais denominadas em dólares (sem ter que multiplicar estas últimas pela taxa de câmbio), pois estamos num regime de câmbio nominal fixo de 1 peso por 1 dólar.

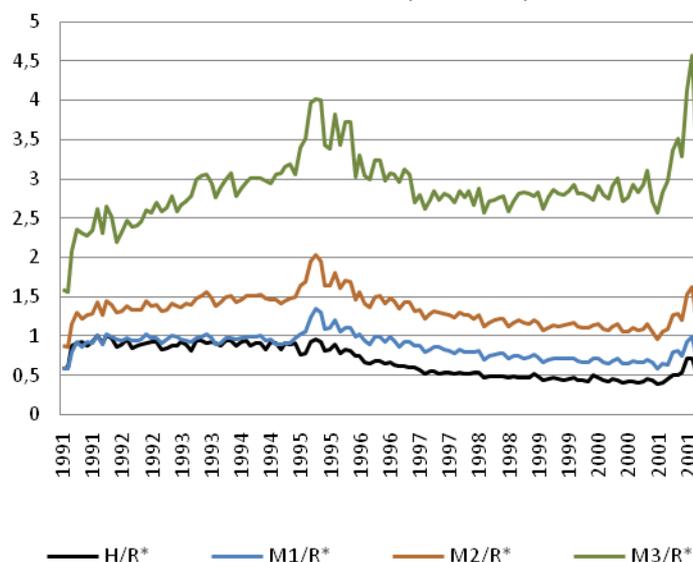
**Gráfico 12:**  
Agregados Monetários e Reservas Internacionais  
(medidas em dólares)



**Gráfico 13**  
Agregados Monetários e Reservas Internacionais  
sobre PIB



**Gráfico 14**  
Agregados Monetários sobre  
Reservas Internacionais (e tendências)



Para evitar confusões, a notação oficial argentina define o M1 como as reservas bancárias mais os depósitos em contanta corrente. O M2 como o M1 mais os depósitos à vista tipo “caixa de poupança” (*caja de ahorros*). O M3 como o M2 mais os depósitos a prazo. Em suma, o que na literatura econômica se define como M1, isto é, as reservas bancárias mais os depósitos à vista na Argentina se conhecem como M2.

Note-se que a base monetária é lastreada totalmente como assim também o M1 em pesos e o bimonetário (\*), isto é a soma do agregado denominado em pesos e em dólares, mas excetuando durante o choque externo de 1995, derivado da desvalorização monetária no México conhecido como “efeito tequila”. Além disso, devemos reparar no caráter bimonetário da remonetização argentina que se acelera depois desta crise. Observamos que o M1\* bimonetario quase é equivalente ao M1 em pesos, o M2\* bimonetário tem uma distinguida diferença do M1 em pesos e o M3\* bimonetário mostra uma absoluta diferença do M3 em pesos durante a vigência da Conversibilidade.

Por outro lado, além dos períodos de instabilidade, observamos que o único coeficiente que apresenta períodos de tendência positiva é a relação M3/R\* mostrando assim uma tendência à fragilização financeira além das bases estruturais já fragilizadas pelo conselho da moeda.

O mesmo Mishkin parece se contradizer com sua definição do conselho da moeda e quando aceita *“the definition of money as anything that is generally accepted in payment for goods and services”* (2004, p. 8). Se moeda é muito mais que papel moeda que “imprime” o banco central, como a Conversibilidade podia manter um lastro de 100% da quantidade de moeda?

Também Fisher acabou rejeitando na prática o mito do lastro total que ele mesmo defendeu na teoria. A crise financeira de 1995 colocou em evidência a fragilidade da Conversibilidade, mas fundamentalmente desmascarou aquele mito, pois o banco central não possuía os dólares suficientes para lastrear a saída de capitais que significou uma queda de 18% dos depósitos e 33 1/3 % das reservas internacionais (6 bilhões de dólares). Por esta situação, o então funcionário do FMI fazia polemicas recomendações à Argentina:

La convertibilidad podría funcionar con mucha mayor facilidad si todos los bancos fueran extranjeros, supervisados por las autoridades monetarias de otros países y con acceso a sus respectivos prestamistas de última instancia. (Fisher, 1996, p.35)

Fischer acreditava que uma “estrangeirização” do sistema bancário contribuiria na estabilidade do regime, pois indiretamente os bancos centrais do exterior agiriam como emprestadores de última instância. Quando os bancos estrangeiros na Argentina estivessem em apertos de liquidez, os bancos centrais respectivos às nacionalidades desses bancos forneceriam liquidez a través das suas casas matrizes. Esta tese foi claramente refutada pela traumática bancarrota

argentina de 2001, pois longe de segurar a liquidez necessária das filiares na Argentina, as casas matrizes foram as primeiras em especular contra a Conversibilidade reforçando as expectativas de desvalorização e acelerando a saída de capitais.

Outro problema teórico e empírico da visão convencional está relacionado com preços, reservas internacionais e taxa de juros. Vimos que segundo a visão dominante a Conversibilidade estabilizou os preços porque restringiu ao governo a possibilidade de financiar seu déficit fiscal com “impressão” de moeda. Em linha com o quantitativismo a expansão da base monetária gera inflação de demanda. É importante mencionar que esta teoria convencional utilizava este mesmo esquema teórico para explicar o processo hiper-inflacionário precedente de 1989, em particular, e todos os períodos de alta inflação em geral. O excesso de gasto público gerava déficit orçamentário e logo necessidade de expandir a oferta monetária para financiá-lo.

Para este fenômeno, a explicação heterodoxa é totalmente diferente. Nos anos 80, a Argentina compartilhava com outros países a “crise da dívida externa”. A restrição externa (muito mais financeira que de conta corrente como foi historicamente) levou á economia a um processo de desvalorização crônico da sua moeda e, conseqüentemente, a uma aceleração dos preços até alcançar picos hiper-inflacionários. O permanente repasse, e até “mais” que repasse (Frenkel, 1979) a preços do aumento de custos derivados do aumento dos insumos e maquinaria importados (medidos em pesos) e do aumento conflito distributivo entre preços e salários explica o núcleo do problema da alta inflação. Desta forma, a “impressão” de moeda foi um mecanismo residual derivado de um problema estrutural de balança de pagamentos e o déficit fiscal um resultado *ex post* derivado

da queda da arrecadação tributária pela contração econômica. Por outro lado, não é razoável pensar numa inflação de demanda numa economia sem plena utilização da capacidade e sem pleno emprego. Como no Quadro 4 Enquanto para a ortodoxia a inflação é um fenômeno monetário e um problema fiscal, para a heterodoxia é um fenômeno não monetário e um problema externo.

**Quadro 4**

<p><b>Ortodoxia</b></p> <p><math>\Delta</math>Gasto Público <math>\rightarrow</math> <math>\Delta</math> Déficit Fiscal <math>\rightarrow</math> <math>\Delta</math> Base Monetária <math>\rightarrow</math> Inflação/Hiperinflação de demanda</p>
<p><b>Heterodoxia</b></p> <p><math>\Delta</math> Restrição Externa <math>\rightarrow</math> <math>\Delta</math> Desvalorização cambial <math>\rightarrow</math> Inflação/Hiperinflação de custos <math>\rightarrow</math> <math>\Delta</math> Base Monetária</p>

Desta forma, segundo a visão convencional a Conversibilidade estabilizou os preços porque restringiu o crescimento da base monetária. Mas por outro lado o diferencial de juros aumentou a entrada líquida de capitais, aumentaram as reservas internacionais e por esta via se desenvolveu uma rápida “remonetização” da economia. Então, nesta lógica convencional, se uma restrição à “impressão” de moeda reduz a inflação, a “remonetização” é inflacionária? Lembre-se que no modelo Mundell Fleming os preços são fixos, portanto as variações endógenas da base monetária não deveriam ser nem inflacionarias nem deflacionarias. Aqui a visão dominante nos autores neoclássicos mostra uma tensão entre a base teórica que utilizam e as explicações empíricas que realizam.

A evidência mostra uma não cointegração entre nível de preços e quantidade de moeda. Além das variações na quantidade de moeda durante a Conversibilidade os preços ficaram estáveis até a deflação da fase final.

Durante el período de la Convertibilidad, las tasas medias de crecimiento del dinero y la inflación son bien diferentes. El crecimiento monetario medio durante esta etapa sextuplica la tasa de inflación. (Basco, D'Amto & Garegnani, 2006, p. 10)

Baseados na teoria convencional a remonetização deveria baixar a taxa de juros nominal em forma endógena. Efetivamente a taxa nominal baixou, mas não pela “expansão” monetária, mas pelo mesmo processo de estabilização dos preços. Segundo Basco et al (2006):

la economía se monetizó (en promedio) a lo largo de ese período, debido a la fuerte reducción en la tasa de inflación que siguió a la fijación del tipo de cambio como ancla nominal. (Basco, D'Amto & Garegnani, 2006, p. 10)

No entanto, mesmo sendo verdade que baixou a taxa nominal de juros, a Conversibilidade se caracterizou por um aumento da taxa real de juros (Calcagno & Manuelito, 2001, p. 21) Este tipo de problemas da teoria convencional entre taxa nominal e real de juros de moeda já pareciam preocupar a Friedman (1969):

If I ask in what countries in the world are interest rates high, there will be widespread agreement that they are high in Brazil, Argentina and Chile. If I say, 'I take it that in those countries there are very low rates of increase in the quantity of money and that interest rates are high because money has been tight,' you will laugh at me. (Friedman, 1969, p. 20)

No entanto a observação de Friedman não parece ser uma brincadeira. Uma economia com alta inflação e hiperinflação termina contraindo a quantidade de moeda, pois a moeda doméstica vai sendo substituída por outros ativos por meio de

um “*fly to quality*”, geralmente para o dólar quando a moeda doméstica já não pode garantir suas características essenciais: reserva de valor, unidade conta e até como meio de pagamento. Em termos monetaristas, em situações de hiperinflação a taxa de destruição de moeda pode ser maior que a taxa de “impressão” de papel moeda. Assim, a taxa nominal de juros tende a ser muito alta e a taxa real de juros negativa.

Mas contra a argumentação convencional onde a taxa nominal de juros parece ser uma função da base monetária a evidencia mostra que a remonetização não veio puxada pela expansão da base monetária, mas tudo o contrário, em termos do PIB a base monetária se manteve quase constante (uma media aproximada de 5%) e até caiu em termos absolutos com a depressão que começa em 1998. A remonetização se expressou no crescimento dos depósitos à vista e a prazo.

Portanto, a taxa nominal de juros baixou o necessário para ainda garantir um alto diferencial de juros e um aumento da taxa real de juros. Nem a base monetária nem a remonetização determinaram a taxa de juros.

Outra questão que devemos observar também está novamente relacionada ao tamanho efetivo do *backing* em reservas internacionais. O dia 22 de outubro de 1992 se reforma da Carta Orgânica do BCRA outorgando a este banco central instrumentos não próprios de um conselho da moeda convencional.

En particular, el Artículo 33 especificaba que hasta un tercio de las ‘reservas que son prenda común’ podían estar compuestas por títulos públicos valuados a precios de mercado. Y el Artículo 60 afirmaba que en forma transitoria, durante el transcurso del primer directorio del BCRA designado según la nueva Carta Orgánica, el máximo de títulos públicos admitidos en la definición de las reservas internacionales sería un quinto (en lugar de un tercio). El Artículo 20 afirmaba que el Banco Central sólo podía financiar al gobierno nacional a través de la compra, a precios de mercado, de títulos públicos. Además, se especificaba que las tenencias de títulos públicos del BCRA no podían crecer (a valor nominal) más del 10% en cada año calendario. El Artículo 19 prohibía al BCRA otorgar préstamos a los gobiernos municipales, provinciales o nacionales, o a bancos, individuos o empresas. Finalmente, el Artículo 17 le daba potestad al BCRA para otorgar redescuentos o adelantos (con garantías) a las entidades

financieras que tuvieran problemas transitorios de liquidez, por montos no superiores a su patrimonio neto. La posibilidad que los artículos 33 y 60 brindaban de mantener hasta un 20% de las reservas de libre disponibilidad en títulos públicos valuados a precio de mercado (que se elevaba al 33% a partir de la asunción del segundo directorio del BCRA, cosa que ocurrió en septiembre de 1995) significaba que los pasivos monetarios podían aumentar (disminuir) sin que cambiaran las reservas líquidas y viceversa<sup>8</sup>. Es decir, la autoridad monetaria podía financiar tanto al sector público como al sistema financiero a través de la compra de títulos públicos denominados en divisas sujeta a las limitaciones de los Artículos 19 y 20. Por otra parte, la función de agente financiero del gobierno posibilitaba que el BCRA cancelara compromisos de éste con el exterior sin recibir la contrapartida en pesos por parte de la Tesorería. Finalmente, el BCRA podía afectar la oferta monetaria modificando los encajes legales que el sistema bancario debía mantener. (Beker & Escudé, 2007, p. 8).

Em resumo, no seu balanço o BCRA podia contabilizar como reservas internacionais até 33 1/3% de títulos públicos denominados em dólares. Desta forma, sem alterar formalmente a quantidade de reservas internacionais o BCRA podia expandir a base monetária. As reservas líquidas internacionais efetivas (ouro, dólares, etc.) eventualmente podiam lastrear até quase 67% da base monetária (que na realidade nunca ultrapassou o 80%). A crise mexicana forçou ao BCRA a criar estes instrumentos mais relacionados às funções de um banco central que às de um conselho da moeda para poder se acomodar à demanda de reservas bancárias num contexto de saída de capitais e perdas sistemáticas de reservas internacionais.

Segundo Kiguel (1999):

(...) in the Argentine currency board arrangement the central bank can back a fraction of the monetary base with government bonds, thus providing some flexibility to the monetary authority to perform monetary or credit policies. As long as the fraction of bonds used to back the monetary base is lower than its upper limit, there is some room for expanding central bank domestic credit. This limited flexibility enables the Central Bank to expand credit to financial institutions if there is a systemic liquidity shortage and hence act as lender of last resort. This instrument became important in exceptional circumstances; such as during the financial crisis that took place after the Mexican devaluation of December 1994

(...) under this monetary regime the central bank has only a limited ability to act as lender of last resort, as it only has few monetary instruments to manage the liquidity of the financial system in the short run; such as repos and reverse repos with government bonds, or rediscounts to financial institutions when they face transitory liquidity problems. Finally, the central

bank can manage systemic liquidity through changes in reserve requirements. (Kiguel, 12, 1999)

Também o BCRA tinha uma política de regulação prudencial para compensar os riscos derivados da frágil estrutura financeira da Conversibilidade. Como consequência da crise mexicana o BCRA fixou a relação capital próprio/ativos em 11,5 (muito acima de 8% recomendado pelo Comitê de Basileia)

Mas o BCRA não se tornou num prestador de pesos de ultima instância através de um relaxamento da cobertura em reservas internacionais, ou com simples reformulações no sistema de recolhimentos compulsórios ou realizando operações compromissadas para intervir no mercado interbancário. O BCRA encontrou a forma de se tornar um prestador de dólares de ultima instancia através de um endividamento público externo endógeno.

Segundo Vernento & Bradbury, 2011):

In an effort to avoid a repeat of the 1995 liquidity crisis, the central bank adopted a formal "liquidity policy" in December 1996. The key provision of the policy was the establishment of a Contingent Repurchase Facility (BCRA 1998). Under this program, the Argentine central bank has the option to sell certain domestic assets for dollars to a group of banks subject to a repurchase clause. As of October 1998, 14 international banks were participating in the Facility. The assets underlying the repo included US\$6.2 billion in Argentine US dollar-denominated bonds and up to US\$500 million in dollar-denominated Argentine mortgages. The average maturity of the Facility is three years, with a clause that extends the life of the program by three months and is renewed every three months. The Contingent Repo option can be exercised at any time during the life of the program, and the maturity of the repo may begin on that date and run through the end of the program. The only event that invalidates the agreement is default by Argentina on any international debt commitment. (Hanke & Schuler, 1999, p. 8)

The negotiation of a contingent credit line between the central bank and private international financial institutions was perhaps the most innovative and effective measure in this area. The main objective was to ensure access to foreign currency in the event of a crisis in order to back the issuance of domestic currency and hence fulfill its role of lender of last resort. This facility gives the monetary authority the option to conduct repurchase (repo) operations by selling Argentine public bonds denominated in U.S. dollars and receiving the proceeds in dollars. This enables the Central Bank to obtain dollars and hence to expand domestic credit using the borrowed reserves to back the monetary expansion without violating the Convertibility Law. (Kiguel, 31, 1999)

... in response to the pressures brought about by the Mexican devaluation and ultra crisis of 1995 more latitude was given to the central bank to act as a lender of last resort. This latitude was provided when the central bank was allowed to incur foreign indebtedness and conduct repo agreements with large international banks in order to provide short-term loans to the domestic financial system. (Prospectus, 2004) (Vernengo & Bradbury, 2011, p.453)

Esta “inovação” financeira, o *Contingent Repurchase Facility*, permitiu um endividamento externo endógeno entre o BCRA que fixava a taxa de juros dos passivos das operações de recompra e os bancos internacionais que emprestavam (taxa LIBOR mais um *spread* de 205 pontos básicos). No entanto, também o governo aumentava a dívida externa através dos acordos de créditos entre o governo e os organismos financeiros multilaterais liderados pelo FMI. Portanto, em ausência de racionamento de crédito externo podemos ver a estas duas formas de endividamento como largamente endógenas e induzidas pelas necessidades de cobertura da Conversibilidade. Tanto as operações Repo no exterior quanto os créditos tipo *Stand-by* do FMI podem ser vistos transitoriamente como um mecanismo indispensável de endividamento externo endógeno da Conversibilidade.

Portanto, dadas estas particularidades, Schuler (2005) se nega a caracterizar ao BCRA como conselho da moeda, mas sim como “*pseudo currency board*”:

An orthodox currency board does not hold significant domestic assets: does not engage in sterilized intervention (buying or selling domestic assets to offset the effects on the money supply of gaining or losing foreign reserves); does not lend to the government; and does not act as a lender of last resort to Banks (...)

Argentina’s convertibility system maintained a rigid exchange rate with the U.S. dollar and for most of its life imposed no restrictions on converting local currency into dollars, but in other respects it was unlike a currency board. Argentina never established a separate body to act as a currency board, nor did it establish a separate division within its central bank or even a separate balance sheet. Instead, the central bank retained its previous organizational structure, but was subjected to some new rules. (Schuler, 2005, pp. 243-244)

Efetivamente o BCRA nunca foi um conselho da moeda ortodoxo, pois como vimos, limitadamente tinha a capacidade de fazer política monetária através de vários instrumentos. Mas, além destas observações, os problemas teóricos da visão dominante refletiam em questões de maior transcendência. Por exemplo, Calcagno & Manuelito (2001) aceitaram sem questionamentos a tese dominante do ajuste automático da base monetária à variação das reservas quando se tratou da fase expansiva, isto é, quando teve uma persistente entrada líquida de capitais. No entanto repararam nos problemas empíricos desta tese quando se tratou da fase contrativa, ou seja, quando teve uma saída líquida de capitais. Com relação ao “efeito tequila”, estes autores observaram:

This episode serves to refute several assertions regarding the theoretical mechanism: it is not true that a reduction in reserves translates into an equivalent decrease in the monetary base, which would in turn cause credit balances to contract. Deposits and international reserves decreased but, as it turned out, the monetary base and credit did not shrink. This should lead to a reconsideration of the thesis which states that if the central bank holds reserves equal in amount to the monetary base, then the system is invulnerable. What may be seen from the Argentine case, is that, on the contrary, the portion of the money supply that agents may want to convert into dollars is not the monetary base, but rather a much larger aggregate composed, essentially, of term deposits. And these deposits are not fully “backed” by dollars. If economic agents really wanted to exchange them for dollars, what would occur would not be a “market-driven” dollarization of the economy but rather a crisis in the banking system. (Calcagno & Manuelito, 2001)

Além de ser relevante a demonstração da inexistência de lastro para toda a quantidade de moeda, o mais importante da cita é que os autores mostram a desconexão entre a variação de reservas internacionais e a variação de crédito interno quando observam que a saída de capitais está largamente determinada pela queda dos depósitos a prazo. Em outras palavras, o que os autores não mencionam é que a criação de moeda-crédito é liderada pela demanda agregada interna e não

pelo setor externo. Por tanto, não existe nem causalidade nem equi-proporcionalidade dos refluxos líquidos de capitais para o refluxo de crédito interno.

No entanto, sim é possível observar uma causalidade dos fluxos de crédito internos liderados pela demanda efetiva para os influxos líquidos de capitais em situações de crônico déficit em conta corrente.

### **7.5. Uma visão alternativa sobre o funcionamento da Conversibilidade**

Vimos que a visão dominante sobre o funcionamento da Conversibilidade apresenta problemas teóricos irreversíveis. Uma alternativa é analisar o funcionamento do conselho da moeda argentino desde a abordagem da moeda endógena heterodoxa evitando e não desde a “endogenia” neoclássica do modelo Mundell Fleming.

Segundo Lavoie (2003):

The currency board may also function along the lines of a stable endogenous-money economy, as described by post-Keynesian economists (Kaldor 1982; Moore 1988), but it may do so within a much narrower zone. Outside this zone, either fiscal policy must be given up or interest rates must be modified, or ultimately, the fixed exchange rate and hence the entire currency board system must be given up. (Lavoie, 2003, p. 5)

The currency board behaves no differently than a central bank under a regime of fixed exchange rates. In both cases, it is possible for the monetary authorities to set interest rates at the level of their choice. In both cases, the money supply is endogenous and demand-led. Surpluses in the balance of payments do not create any excess money supply or excess liquidity in the monetary system. The *compensation* thesis, which is an outgrowth of the Banking School reflux principle, rules both with the currency board and with the central bank. (Lavoie, 2003, p. 20)

Segundo Serrano & Summa (2011):

Note que num regime de câmbio fixo, ao contrário do ajuste automático suposto no modelo Mundell Fleming, nem a taxa de juros nem o montante

de crédito concedido é afetado diretamente por um saldo positivo ou negativo da balança de pagamentos. Assim entradas de capital não geram diretamente por si só *booms* de crédito nem mesmo num regime de conselho da moeda (*currency board*) onde a emissão monetária primária tenha que ter um lastro rígido em moeda estrangeira. O que de fato ocorre nos países que adotaram este sistema é que os bancos domésticos emprestam o montante que desejam de moeda local aos clientes que consideram solventes, dada a taxa básica de juros e o spread bancário. Neste caso, um aumento dos empréstimos bancários dentro do país tende a criar a necessidade usual de aumentar as reservas bancárias, necessidade esta que é suprida para o sistema como um todo, seja por meio de aumento dos empréstimos do banco central ao setor bancário privado, seja pela venda de títulos públicos de bancos ao banco central. Em ambos os casos a base monetária se expande endogenamente a reboque da expansão endógena do crédito e da oferta monetária. Naturalmente este aumento da base diminui o grau de cobertura do lastro em divisas do sistema. Isto força o governo do país a tentar captar mais recursos externos para ampliar as reservas externas e restaurar o lastro em divisas do sistema. O resultado final conhecido é um forte aumento do endividamento público externo (em moeda estrangeira) com o setor privado internacional (e/ou com o governo da metrópole no caso de colônias que usaram este esquema) que se torna necessário mesmo que o sistema bancário doméstico empreste para atividades que utilizem muito poucas divisas estrangeira como construção civil, por exemplo. (Serrano & Summa, 2011, p.12)

Efetivamente, o sistema monetário e bancário sob a Conversibilidade não era essencialmente diferente a qualquer sistema convencional. Os bancos atendiam a demanda solvente (*creditworthy*) de moeda-crédito criando novos depósitos. Logo, os bancos demandavam as reservas necessárias para se ajustar aos requerimentos de encaixes compulsórios através do mercado de passes com o BCRA, operando no mercado interbancário ou através de redescontos.

Mas como sabemos o BCRA não podia ofertar liquidez sem restrições, pois mesmo tendo alguns instrumentos próprios de um banco central, o conselho da moeda limitava o tamanho da base monetária a uma aproximação da quantidade de reservas internacionais. No entanto, além da descrição de Lavoie sobre a capacidade limitada de um banco central sob um conselho da moeda, o BCRA nunca deixou de funcionar como prestador de última instância porque junto ao governo acessou cronicamente ao endividamento externo sob a forma de colocação

de títulos públicos denominados em dólares ou tomando créditos dos organismos financeiros internacionais.

A continuação se analisará em forma estilizada como funcionava o conselho da moeda argentino numa economia com um déficit crônico em conta corrente. Para isso, vamos supor que: a) a economia está em crescimento; b) o governo não sofre racionamento de crédito externo, e c) o diferencial de juros é atrativo para os especuladores externos. Lembre-se que tanto o *Contingent Repurchase Facility* como os créditos *Stand-by* do FMI também podem ser vistos como mecanismos endógenos de crescimento da dívida externa.

A condição de longo prazo para o funcionamento da Conversibilidade é que o crescimento da base monetária seja menor ou igual ao crescimento do estoque de reservas internacionais,

$$\Delta H \leq \Delta R^*$$

dado que o limite é:

$$H = R^*$$

Mas como vimos, o problema macroeconômico desta condição é que os fatores determinantes da base monetária são independentes dos fatores determinantes das reservas internacionais. Em outras palavras, as reservas internacionais não determinam nem a base monetária nem a quantidade total de moeda da economia.

Por um lado, a base monetária está basicamente determinada pela plena acomodação do banco central á demanda de reservas bancárias decorrente da

variação endógena do crédito interno. Em termos formais, a variação da base monetária se explica pela variação do crédito interno vezes o divisor:

$$\Delta H \equiv \left(\frac{1}{m}\right) \Delta C$$

onde  $1/m$  é o inverso do multiplicador monetário e não necessariamente tem que ser estável, isto é, em linha com a idéia de base monetária parcialmente endógena. Mas em nosso modelo vamos assumir que o divisor é o suficientemente estável para facilitar o raciocínio e evitar eventuais confusões sobre o problema do financiamento do déficit fiscal. Lembre-se que uns dos fundamentos centrais da ortodoxia na sua explicação sobre colapso da Conversibilidade foi que o “excessivo” de gasto público das províncias e do governo federal forçou o crescimento exponencial da dívida pública externa e o aumento do “risco país”. Sem entrar em detalhes, pelo contrário, para uma visão heterodoxa o déficit fiscal não é um fator explicativo macroeconômico, mas um resíduo *ex post* decorrente do nível da renda.

Por outro lado, a variação das reservas internacionais está determinada pelo saldo da conta corrente (exportações líquidas  $XL$  mais a renda líquida enviada ao exterior  $RLEX$ ) mais os fluxos líquidos de capitais privados  $F$ .

$$\Delta R^* = XL + RLEX + F$$

Assim, desagregando  $RLEX$  em renda líquida enviada ao exterior decorrente do pagamento de juros da dívida pública externa passada  $iD_{-1}$  e em renda líquida enviada ao exterior decorrente dos passivos externos do setor privado  $RLEX_p$ , o balanço de pagamentos fica da seguinte forma:

$$\Delta R^* = XL + (RLEX_p + iD_{-1}) + F$$

Desta forma, reescrevendo a condição de sustentabilidade da Conversibilidade temos que:

$$\left[ \left( \frac{1}{m} \right) \Delta C \right] \leq [XL + (RLEX_p + iD_{-1}) + F]$$

Mas que acontece se não se respeitar esta condição de sustentabilidade?

Caso

$$\Delta H > \Delta R^*$$

uma vez alcançado o limite  $H = R^*$  a base monetária só pode continuar crescendo sem violar a Conversibilidade por meio de um correspondente aumento da dívida pública externa  $D$ . Em termos formais:

$$\Delta H = \Delta R^* + \Delta D^*$$

Mas na seguinte causalidade, dado que nesta formula os fatores exógenos são a base monetária e as reservas internacionais:

$$\Delta D^* \equiv \Delta H - \Delta R^*$$

Reescrevendo esta fórmula, obtemos assim uma explicação do endividamento público externo endógeno mínimo necessário para garantir o

funcionamento da Conversibilidade num marco de déficit crônico em conta corrente:<sup>14</sup>

$$\Delta D \equiv \left[ \left( \frac{1}{m} \right) \Delta C \right] - [XL + (RLEX_p + iD_{-1}) + F]$$

No entanto, devemos realizar a seguinte observação: supondo que se parte da condição  $H = R^*$ , a variação das reservas internacionais deve necessariamente se antecipar à variação da base monetária para evitar violar na margem a condição anterior. Isto se deve a que bancos primeiro outorgam créditos, e logo ajustam suas reservas demandando liquidez. Caso não existisse tal cobertura antecipada de reservas internacionais, e a economia estivesse crescendo, se estaria violando a Conversibilidade com o crescimento marginal da base monetária.

De esta forma, o endividamento público externo está induzido por fatores endógenos, mas isso não significa a ausência de fatores exógenos domésticos. Não altera substancialmente o nosso modelo anterior a possibilidade de que possa ser exogenamente antecipado um influxo de divisas maior ao “necessário” para atender a demanda de liquidez doméstica. Por exemplo, é razoável supor que para aumentar as margens de segurança do sistema, o governo decida acumular reservas internacionais de “livre disponibilidade” por meio de um “excesso” de endividamento externo. Em termos formais, deveríamos incorporar uma variável exógena ao modelo anterior:

$$\Delta D^* \equiv (\Delta H + \Delta RLD^D) - \Delta R^*$$

---

<sup>14</sup> Note-se que não seria estritamente correto caracterizar este processo de *debt-led growth*, pois não é a dívida externa que induz o crescimento, mas é o crescimento que induz o aumento da dívida externa. Em outras palavras, o crescimento econômico é liderado pela demanda efetiva, mas determinado pelo financiamento externo.

$$RLD^D = R^{*D} - H^e$$

onde a variação da dívida pública externa depende da variação da base monetária mais a variação das reservas de livre disponibilidade desejadas pelo governo  $RLD^D$  menos a variação de reservas internacionais. Assim, as reservas internacionais de livre disponibilidade desejadas são iguais ao nível de reservas internacionais desejadas  $R^{*D}$  menos a base monetária esperada  $H^e$ . De fato, como se observa no Gráfico 12, esta situação se verifica depois da crise mexicana quando o nível de reservas internacionais em determinados momentos ultrapassa o nível de M2.

Como afirma Serrano (2003), para o caso de uma economia dolarizada, mas compatível com a Conversibilidade:

A loucura da dolarização é que ela tende a ser adotada por países que sofrem de crônica falta de divisas, provocada por deficiências estruturais de competitividade. Mas tudo o que a dolarização faz é aumentar dramaticamente a demanda doméstica por dólares (uma vez que os dólares passam a ser usados para um grande número de finalidades, além do tradicional pagamento de importações), ao passo em que nada faz para aumentar sua oferta. (Serrano, 2003, p. 3)

No entanto devemos esclarecer algumas questões que não alteram o resultado, mas podem levar a confusão. A Conversibilidade não só era um conselho da moeda, mas também um sistema semi dolarizado. Assim, as reservas internacionais do banco central eram só uma parcela das reservas internacionais do sistema financeiro. O BCRA permitia aos bancos manter reservas no exterior, basicamente no custodio internacional *Deutsche Bank* de Nova Iorque, mas sujeitas aos requisitos de liquidez locais. Além disso, numa economia fortemente dolarizada a base monetária que por definição só é em pesos, começa a ser progressivamente

menos relevante enquanto se tornam cada vez mais relevantes as reservas bancárias denominadas em dólares. Por isso, o BCRA decidiu mudar o nome do que seria uma espécie de base monetária “bimonetaria” pela definição de “passivos financeiros”. No nosso modelo o que chamamos de base monetária pode ser vista como sinônimo de “passivos financeiros” do BCRA. Kiguel observa esta mudança:

After 1995 there were changes in the definition of the monetary liabilities of the central bank that had to be backed by international reserves. In particular, after January 1995 the deposits of financial institutions at the Central Bank were denominated in dollars, and therefore technically they could no longer be considered as part of the monetary base. However, they still needed to be backed with international reserves. At the same time, the creation of the Liquidity Requirements, that took the form of a deposit at the Central Bank, and included repos operations and liquidity bills, were also backed by international reserves. (Kiguel, 1999, p. 10)

Agora, passemos a aplicar nosso modelo alternativo à evidência empírica da Conversibilidade. Como bem afirmam Calcagno & Manuelito (2001):

During the 1990s, there was a strong correlation between the net transfer of resources and the rate of growth. (Calcagno & Manuelito, 2001, p. 13)

Mas qual é a causalidade desta correlação? O crescimento liderado pela demanda efetiva determina o endividamento externo, ou são as transferências líquidas de recursos externos que lideram o crescimento econômico?

A estabilidade de preços que se consolida com a Conversibilidade veio acompanhada de uma remonetização da economia, ou crescimento dos agregados monetários, derivado de um aumento da demanda monetária. A simultânea reconversão da moeda doméstica em um ativo confiável com o crescimento econômico liderado pela demanda determinou um crescimento da quantidade de moeda na primeira fase até 1995. Note-se novamente que a tese monetarista

claramente não se aplica, pois o crescimento da “oferta” monetária se dá num marco de forte desinflação.

Também, segundo Calcagno & Manuelito (2001):

During the first period, the disinflation brought about by the convertibility programme, combined with the then abundant supply of foreign capital, led to a rapid remonetization of the economy which brought the liquidity ratio up from 5.4% in 1990 to 17% of GDP in 1994.

(...)

The monetary base grew in step with reserves, and financial intermediaries' liquidity consequently rose. It was thus possible to expand the supply of credit to the private sector, taking advantage both of the banking system's greater lending capacity and the initially low levels of indebtedness of many firms and households. Ultimately, money creation was reflected in an increase in deposits" (Calcagno & Manuelito, 2001, p. 28)

Em linha com o princípio do ajuste automático do modelo Mundell-Fleming (mesmo com suas imperfeições) segundo estes autores a criação monetária foi *supply-led* e determinada pelo influxo líquido de capital externo. No entanto, Calcagno & Manuelito estão certos em definir o crescimento dos depósitos como um resultado ou “reflexo” da expansão creditícia. Tal vez seja porque não é necessariamente incompatível a idéia de que “créditos criam depósitos” com o modelo Mundell Fleming. Pareceria que para Calcagno & Manuelito a moeda é *credit-driven*, mas *supply-led*<sup>15</sup>.

Também Kiguel (1999) repara no crescimento dos agregados monetários na primeira fase da Conversibilidade:

The fall in the rate of inflation produced a fast re-monetization of the economy. During the hyperinflation, the economy suffered an important reduction in the monetary aggregates as a result of the high costs of maintaining assets denominated in local currency.(...)

By 1994, the economy had recovered the levels of monetization that prevailed during the eighties, and M3 reached again a level of 17 percent of GDP. An important characteristic of this monetization was the

---

<sup>15</sup> Seria um caso similar a uma expansão monetária numa economia fechada com moeda exógena e multiplicador monetário. Neste caso, segundo predica a teoria convencional, não será necessário um aumento *ex ante* dos depósitos para que o crédito se expanda. A expansão da base monetária e o conseqüente efeito do multiplicador monetário criarão novos créditos, e logo novos depósitos *ex post*.

growth of the deposits denominated in dollars, the “argendollars. (Kiguel, 1999)

No entanto, segundo Kiguel *“the growth in deposits was accompanied by a growth in local credit”* (1999, p. 19) o que parece estar mais em linha com a visão convencional da teoria bancaria e do multiplicador monetário onde “depósitos criam créditos”.

Portanto, qual seria o efeito predominante na expansão creditícia, a reconversão da moeda doméstica como ativo (por exemplo, sob a forma de depósitos a prazos) ou o crescimento da demanda de créditos numa economia em forte recuperação e com um baixo grau de utilização da capacidade produtiva após o colapso hiper-inflacionário de 1989-1990?

Seguindo a abordagem deste trabalho parece ficar claro que a estabilização dos preços criou as condições para que os bancos começassem a se “acomodar” à demanda de créditos ao consumo e capital de trabalho, mas não se deve subestimar o efeito do retorno do exterior dos ativos de residentes argentinos que tinham saído antes da Conversibilidade para se proteger do processo hiperinflacionário precedente (Rodriguez, 1995).

No entanto, a longo prazo, a Conversibilidade acabou aprofundando o processo de “dolarização”. A característica bimonetária da economia argentina é o resultado de longos períodos de convivência com alta inflação e a incapacidade de ter desenvolvidos ativos domésticos indexados substitutos do dólar, mas a Conversibilidade alentou a dolarização permitindo não só depósitos em dólares, mas também empréstimos em dólares ao setor não-financeiro.

Como bem mostra O’Connell (2002):

(...) bank deposits doubled between 1994 and early 2001. There was a sudden and precipitated fall at the time of the “tequila” crisis in early 1995 when deposits – total – fell 18 per cent along a period of only five months (from November 1994 to April 1995). After that brief, although serious episode, it was only in February 2001 that deposits on the whole started declining with the beginning of the first bank run of the present-day crisis.

(...) a gradually increasing proportion of deposits became denominated in foreign currency. In fact, “peso” denominated deposits started falling – in absolute terms - at the time of the Russian crisis (July-August 1998)

(...) loans peaked later in 1998 and that they were much more dollarized than deposits” (O’Connell, 2002, p. 59)

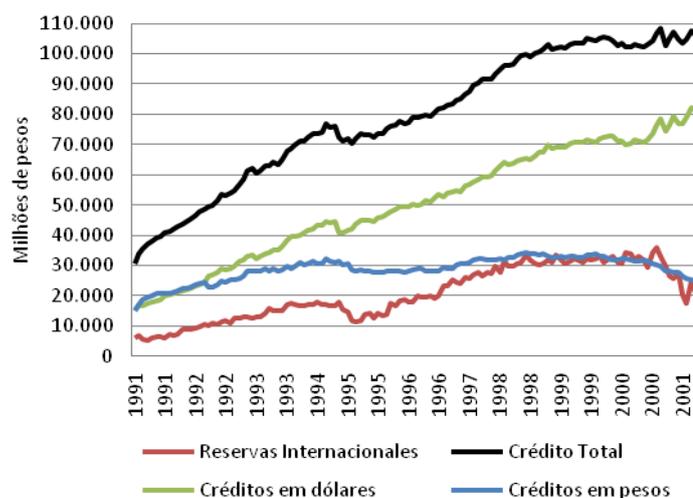
Os depósitos em dólares, aproximadamente duplicavam os depósitos em pesos até o choque externo derivado da crise russa de 1998 quando essa relação de intensificou e se consolidou com o choque externo derivado da desvalorização do real brasileiro em 1999. Os créditos em dólares chegaram quase a triplicar os créditos em pesos, mantendo em todo o período da Conversibilidade (salvo a partir de 2001) uma proporção mais dolarizada que nos depósitos.

As estimações de Canavese (2001) parecem ser mais comprometedoras:

Hacia 1994 la economía había recuperado los niveles de monetización que existían a mediados de los ochenta. Una característica importante del comportamiento de los agregados monetarios fue su fuerte dolarización. En 1994 el 70% de los depósitos a plazo estaba denominado en dólares y, en consecuencia, la mayor parte de los créditos se extendía también en esa moneda. (Canavese, 2001, p. 9)

O Gráfico 15 mostra o processo de dolarização nos empréstimos bancários após o “efeito tequila”. Note-se que após deste choque externo em 1995 enquanto os créditos em pesos se estancam os créditos em dólares começam a liderar o crescimento creditício. Assim, até o princípio de 2001 a variação de reservas internacionais está fortemente correlacionada com a variação dos créditos em dólares.

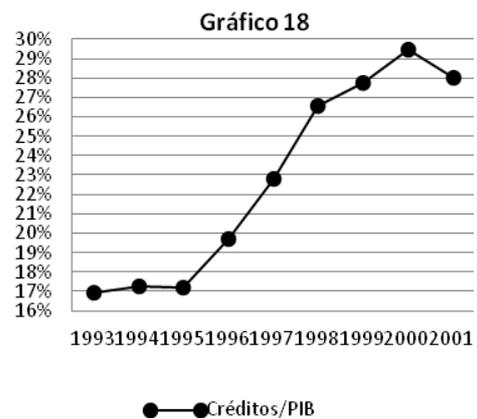
Gráfico 15



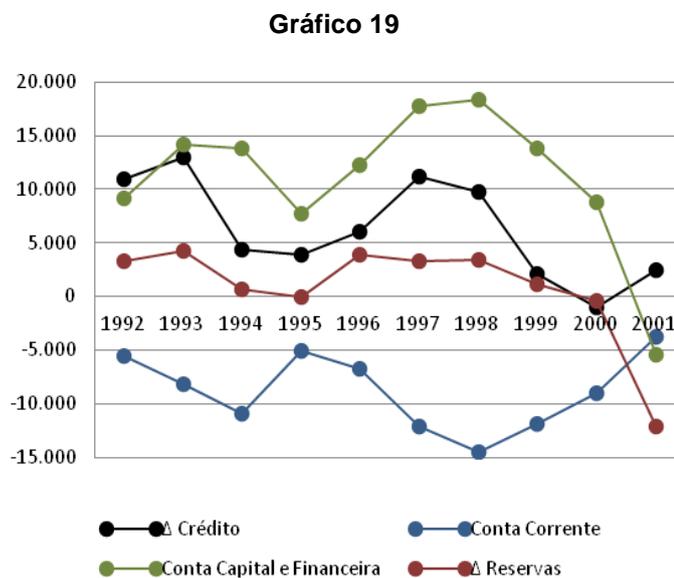
O Gráfico 16 mostra que, além dos períodos de fortes instabilidades e contração da demanda efetiva, a relação créditos em dólares sobre reservas internacionais se mantém relativamente estável (mais estável entre 1997 e 2000). Ao longo da série o coeficiente se manteve entre 2 e 3 com a exceção da crise derivada do “efeito tequila” e a fase final da Conversibilidade em 2001.

Também observamos o Gráfico 17 que mostra a relação créditos totais sobre depósitos totais, isto é, bimonetários em ambos casos. Enquanto até 1995 a tendência era marcadamente decrescente, a partir de 1995 continua decrescente, mas numa inclinação muito menor. Na primeira fase parece tomar relevância o forte influxo de capitais externos de residentes argentinos que se aplicaram em depósitos a prazo.

No Gráfico 18 observamos o crescimento marcadamente positivo do crédito total em termos do PIB após o efeito tequila. Note-se que mesmo entre 1998 e 2000 a recessão econômica não consegue compensar totalmente o crescimento do crédito, mais consegue mais que compensar entre o 2000 e 2001.

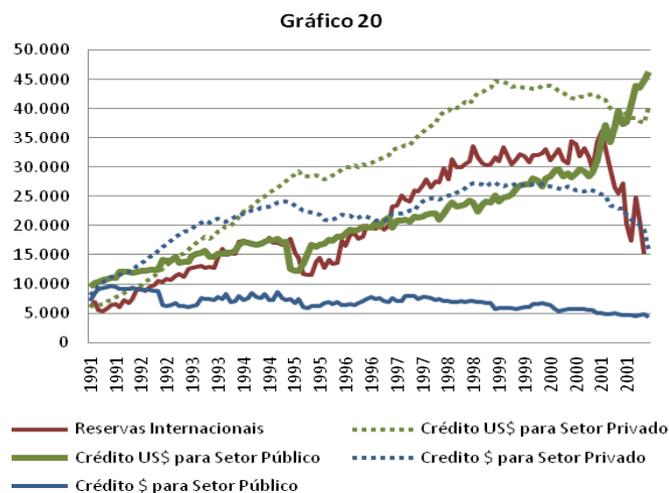


Por último, o seguinte Gráfico 19 ilustra a variação do crédito interno, o déficit crônico em conta corrente, o superávit na conta capital e financeira que expressa aproximadamente o endividamento externo e a variação das reservas internacionais.



Aqui se observa claramente a correlação da variação das reservas internacionais com o saldo da soma entre o déficit em conta corrente e a entrada líquida de capitais (conta corrente e financeira). Mas, esta análise contábil das reservas internacionais é só descritiva a partir do funcionamento do balanço de pagamentos. O que importa aqui é realçar nossa interpretação econômica alternativa à visão dominante. No gráfico podemos observar a variação das reservas internacionais puxada pela variação do crédito bimonetário, isto é, liderada pela demanda efetiva. Em suma, se trataria de um ajuste automático inverso onde o sistema bancário se ajusta à demanda efetiva.

Note-se que entre 2000 e 2001 a variação do crédito total foi positiva enquanto a variação das reservas negativa. Significa que este fenômeno invalida nossa tese? Alguns autores como Todesca & Acosta Ormaechea (2003) caracterizam este fenômeno de *“un clásico proceso de crowding out”* (2003, p. 4). Mas como se observa no Gráfico 20 mesmo sendo evidente que o que se acelera nesse período são os créditos denominados em dólares para o setor público, os demais segmentos creditícios bimonetários não mostram relação com aquela aceleração. Note-se que a tendência negativa dos créditos denominados em dólares para o setor privado começa em 1998-1999 derivada da recessão econômica e não parece afetar sua tendência o comportamento dos créditos em dólares para o setor público. Numa escala menor, os créditos em pesos para o setor privado mostram uma evolução semelhante dos créditos em dólares para o mesmo setor. Os empréstimos em pesos para o setor público se tornam progressivamente irrelevantes em todo o período da conversibilidade.



Em resumo, não existiu efeito *crowding out*. Todos os segmentos creditícios mostram uma contração determinada pela contração da demanda agregada numa economia em recessão. Só os empréstimos em dólares para o setor público cresceram porque o governo estava sofrendo uma forte restrição externa (queda das reservas internacionais) e os bancos privados pareciam ter achado uma boa (talvez a única) oportunidade creditícia de curto prazo. Nesta linha Escudé & Grubisic (2000) afirmam sobre este período:

La evolución reciente de las tasas de interés no parece indicar esto último, ya que si fuera el sector público el que está desplazando al sector privado ello debería producir un significativo aumento de las tasas tanto activas como pasivas (esto último debido a que los bancos saldrían a buscar mayores depósitos con mayores tasas). Por ello, la impresión predominante es que el crédito al sector privado crece poco debido a que hay cierto estancamiento en la demanda de crédito. (Escudé & Grubisic, 2000, p.1)

Efetivamente, o efeito *crowding out* não se verifica na prática porque se trata de um esquema conceitual difícil de observar empiricamente. Longe destes pressupostos, o setor público financiou o crédito ao setor privado sistematicamente através do financiamento externo. Segundo Fiorito (2010):

La idea ortodoxa de fondo del “efecto desplazamiento” no es sino en su forma más importante un corolario de causalidades que se llevan muy mal

con la realidad: tendencia hacia el pleno empleo de factores, curvas de pendiente negativa de demanda de factores, ley de Say en el largo plazo para los cultores del “nuevo consenso neoclásico” (que integran los así llamados “neokeynesianos”), uso de mecanismos de oferta y demanda para determinar precios de distribución, endogeneidad de la distribución del ingreso (mecanismo que deja afuera todos los condicionantes históricos, sociales y políticos para el nivel del salario y tasa de interés), y por último concepción de “finanzas sanas” y no de “finanzas funcionales” por lo que condenan a la economía en algún momento del ciclo a no crecer y a estancarse. (Fiorito, 2010, p. 20)

Por último, nos años 90, o sistema bancário sofreu uma marcada concentração e estrangeirização que também refletiu numa concentração do crédito as firmas de grande porte racionando crédito às pequenas e medianas empresas. Mas o que importa aqui é que apesar de que o *spread* bancário aumentou para estes segmentos o principal mecanismo de racionamento não foi via taxa de juros, mas via quantidades. Simplesmente, os bancos não tinham interesse de emprestar a estas empresas.

Com respeito às mudanças na regulação prudencial e na estrutura bancária, segundo Wierzba & Golla (2005):

el régimen de requerimientos de capitales mínimos sobre la base de activos de riesgo vigente en la Argentina de la Convertibilidad, potenció las condiciones para el proceso de racionamiento del crédito destinado a los proyectos encarados por las pequeñas y medianas empresas. A raíz de la existencia de problemas de riesgo moral y selección adversa, este tipo de proyectos resultan naturalmente racionados por el libre accionar de las entidades bancarias. (Wierzba & Golla, 2005, p. 30)

Para ter uma aproximação do racionamento neste segmento enquanto as pequenas e medias empresas só recebiam 20% de crédito do sistema bancário, estas empresas contribuían com o 54% do PIB e com o 68% do emprego dos trabalhadores.

## 7.6. Conclusão

O chamado “Plano de Conversibilidade” baseado num não-ortodoxo conselho da moeda resultou ser um profundo fracasso macroeconômico com efeitos sociais negativos incomensuráveis. Enquanto os problemas estruturais de restrição externa foram agravados, seu colapso só foi adiado através de um persistente aumento da dívida externa até o limite do racionamento internacional de crédito.

Demonstramos que a Conversibilidade nunca alcançou os objetivos projetados na sua formulação inicial e nem sequer funcionou como descreve a visão dominante. Os ciclos econômicos não estavam determinados pelos fluxos líquidos de capital externo, mas pelo princípio da demanda efetiva. Em outras palavras, a Conversibilidade não funcionou de fato como um caso extremo de um regime de câmbio fixo do modelo Mundell Fleming, isto é, um regime de moeda “endógena” determinada pelo mecanismo de ajuste automático de variação da base monetária à variação das reservas internacionais.

A abordagem heterodoxa de moeda endógena é aplicável incluso sob um conselho da moeda. A causalidade não era do setor externo para quantidade de moeda, mas da quantidade de moeda para o endividamento público externo. Apesar da aparente relevância da base monetária, nunca esta foi uma variável determinante. A base monetária (ou os passivos monetários do BCRA) sempre foi uma variável *ex-post* do circuito monetário. As flexibilidades da Conversibilidade e a necessidades de que mesmo sob este regime o BCRA opere como prestador de última instância mostram com clareza que numa economia monetária a quantidade de moeda esta liderada pela demanda de crédito interna e determinada pelo sistema bancário.

## **8. ARGENTINA (2002-2010): A ABORDAGEM DA MOEDA ENDOGENA E A POST-CONVERSIBILIDADE**

### **8.1 Introdução**

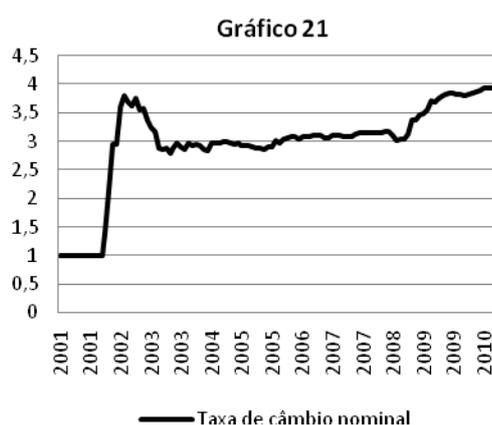
Neste capítulo não se tentará realizar uma análise integral do regime monetário e cambial estabelecido na pós-Convertibilidade. Somente o objetivo estará focado em demonstrar que a taxa básica de juros está determinada pelo BCRA e a moeda é endógena liderada pela demanda e determinada pelo crédito bancário. Assim, por outro lado, se tentará demonstrar que a chamada “política de esterilização” na verdade é um simples mecanismo compensatório e endógeno derivado de um regime cambial quase fixo (ou de “flutuação administrada”) num marco de acumulação de reservas internacionais baseado no superávit em conta corrente.

Por último, a partir de esta abordagem se realizará uma aproximação crítica aos diagnósticos ortodoxos sobre o problema da inflação. Assim, se realizará um comentário sobre o inapropriado que é para uma política monetária heterodoxa utilizar “instrumentos” derivados do monetarismo ou aparentemente monetaristas mesmo que estes não operem como “regras” monetárias efetivas.

### **8.2. Desvalorização cambial, pesificação e inflação**

O ano 2001 foi caracterizado por uma sucessão de medidas e reformulações desesperadas de política econômica para salvar o regime da Convertibilidade. Em março, além da sucessão de três ministros de Economia, se decidiu aumentar as tarifas e taxar as transações financeiras (“imposto ao cheque”). Em abril se reformula

a Conversibilidade e se cria uma cesta de moedas incluindo o euro para fixar a taxa de câmbio numa tentativa encoberta de desvalorização real do câmbio<sup>16</sup>. Em junho se adota um regime de câmbio múltiple com uma taxa preferencial para as exportações e mais uma vez se evidenciava as tentativas de desvalorização encoberta. Em julho, o Congresso aprova a “lei do déficit zero” com a esperança de baixar o “risco país” que estava em plena aceleração. Entre agosto e setembro o FMI outorga um empréstimo *stand-by* de 14 a 22 mil milhões de dólares. Em novembro, a taxa de juros se dispara e começa a corrida bancária. Em dezembro, o BCRA restringe o retiro de depósitos e a transferência de fundos para o exterior, se reforçam os requerimentos de reservas bancárias e se declara o *defaults* da dívida externa (exceto com o FMI). Em janeiro de 2002 a Argentina desvaloriza a moeda a 1,40 pesos por dólar e formalmente se abandona o regime da Conversibilidade<sup>17</sup>. Em junho de 2002, a taxa de câmbio nominal já aumentava para 3,8 pesos por dólar como ilustra o Gráfico 21:



<sup>16</sup> O ministro da fazenda Domingo Cavallo percebe a desvantagem do dólar como moeda-âncora que se estava valorizando internacionalmente com relação ao resto das moedas. Note-se que Cavallo muda em forma pragmática sua visão originária sobre as qualidades que devia possuir a moeda-âncora. Como já foi criticado neste trabalho, tempo atrás Cavallo achava na valorização do dólar um sinal de fortaleza que devia refletir positivamente na economia nacional (Cavallo, 1999, p.5)

<sup>17</sup> Pelo menos se anula a parte da lei da Conversibilidade que estabelecia legalmente a paridade de um peso por um dólar, pois grande parte de dita lei atualmente continua vigente. Por exemplo, ainda o BCRA deve garantir que a base monetária (medida em dólares) não supere o nível de reservas internacionais.

Sem dúvida, o processo de recuperação econômica após o colapso da Conversibilidade esteve estritamente vinculado à forte desvalorização cambial de 2002. Na visão heterodoxa argentina, tradicionalmente, as desvalorizações cambiais se associavam a medidas contrativas lideradas pelos setores exportadores e mais conservadores do país. Assim, se caracterizaram contrárias aos objetivos de pleno emprego e ao consumo popular que foi mais próximo a regimes de câmbio baixo.

No entanto, esta vez foi diferente, pois a queda da parcela salarial na renda foi mais que compensado pelo gasto autônomo derivado das exportações líquidas (Amico, 2008, p. 36). Portanto, não só se recuperou o balanço de pagamentos, mas também a demanda agregada inicialmente pelas exportações líquidas. Além disso, no início da pós-Conversibilidade o *pass-through*, isto é o efeito da desvalorização cambial no nível geral de preços, foi muito baixo com relação a experiências anteriores pelo baixo poder de barganha dos trabalhadores, basicamente derivado da alta taxa de desemprego e da depressão econômica.

Portanto, como afirma Amico (2008) a desvalorização de 2002:

... no necesariamente contradice la visión general del carácter contractivo de la devaluación. Mas bien, en el caso argentino la contracción que usualmente inducen las grandes devaluaciones *se produjo antes de 2002*. (Amico, 2008, p. 37)

O balanço de pagamentos continuou melhorando com a ajuda de dois fatores de grande importância: a suspensão do serviço da dívida externa (e posterior redução nominal unilateral de 75% dela), mas fundamentalmente pelos preços das *commodities* que aumentaram a níveis sem precedentes. Portanto, “solucionada” a restrição externa e com uma política econômica orientada a recuperar a produção industrial e o mercado interno a demanda agregada interna cresceu

persistentemente induzindo o investimento produtivo e consolidando o crescimento econômico que desde 2003 mantém uma taxa real anual média acima de 8% (excetuando 2009 que não teve crescimento pelo impacto da crise mundial).

Sem dúvidas, a política cambial de “flutuação administrada” ou mais precisamente de taxa de câmbio quase fixa no mediano prazo foi um dos fundamentos centrais da política macroeconômica deste período. O BCRA vem se comprometendo desde a saída da Conversibilidade em tentar manter uma taxa de câmbio real competitiva, estável e múltipla que administra intervindo no mercado aberto de divisas<sup>18</sup>. No entanto, a multiplicidade no regime cambial não se dá em múltiplas taxas nominais de câmbio, mas na combinação de uma taxa de câmbio nominal com um sistema de retenções à exportação de matérias-primas. Desta forma, as exportações industriais recebem uma taxa de câmbio preferencial ao não ser taxadas. Além disso, este regime cambial desvalorizado funcionou na prática como uma barreira à entrada de determinados produtos importados induzindo a algum tipo de substituição de importações e protegendo a indústria local.

Por outro lado, as retenções às exportações agrárias impedem que os alimentos (*tradables*) não sejam vendidos no mercado interno ao preço internacional, mas a um preço menor tentando evitar a queda do salário real. No entanto, o *pass-through* que foi baixo no início começa a tomar relevância com o aumento do poder de barganha dos trabalhadores e com o aumento persistente dos preços das *commodities*. Em outras palavras, o processo de apreciação real cambial que vai se desenvolvendo também exige um aumento compensatório da taxa de câmbio nominal para manter o câmbio real.

---

<sup>18</sup> Neste período a política de intervenção no mercado de câmbio não só foi instrumentada através do BCRA. Não se devem subestimar as sistemáticas intervenções dos bancos públicos, principalmente do *Banco de la Nación Argentina*, complementando à Autoridade Monetária.

Na Argentina, o conflito distributivo volta a ser uma variável política chave e se torna o núcleo do problema inflacionário que começa a se acelerar em 2005. Portanto, apesar dos argumentos de autores ortodoxos e incluso de alguns com viés heterodoxo sobre supostos “excessos de demanda” e o suposto inflacionário crescimento exógeno da base monetária, no período post-Convertibilidade a inflação não é um problema monetário, mas um fenômeno de choques de custos derivado do conflito social pela apropriação do excedente econômico (Amico, 2008; 2010; Fiorito, 2010)

Durante este período as recomendações ortodoxas (inicialmente lideradas pelo FMI) para controlar a inflação se resumem num aumento da taxa de juros e uma apreciação da taxa de câmbio. Través porque como Prebisch (1981) afirmava:

Los monetaristas no quieren entender que ni el déficit del presupuesto ni la inflación que proviene de la pugna distributiva se pueden corregir monetariamente, sino que hay que hurgar en las causas profundas, que están en la estructura social. (Prebisch, 1981, p. 121)

O Gráfico 22 mostra o crescimento nominal corrente dos agregados para o período pós-Convertibilidade. O Gráfico 23 mostra a evolução dos agregados como porcentagem do PIB corrente tanto no período da Convertibilidade como na pós-Convertibilidade.

Gráfico 22

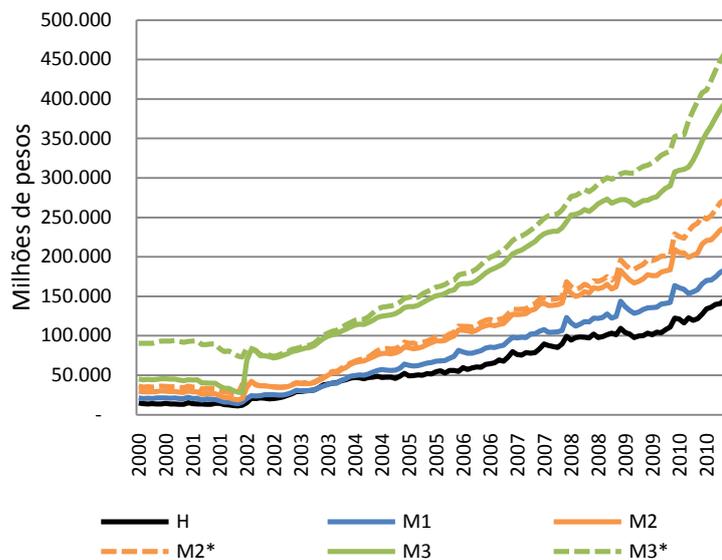
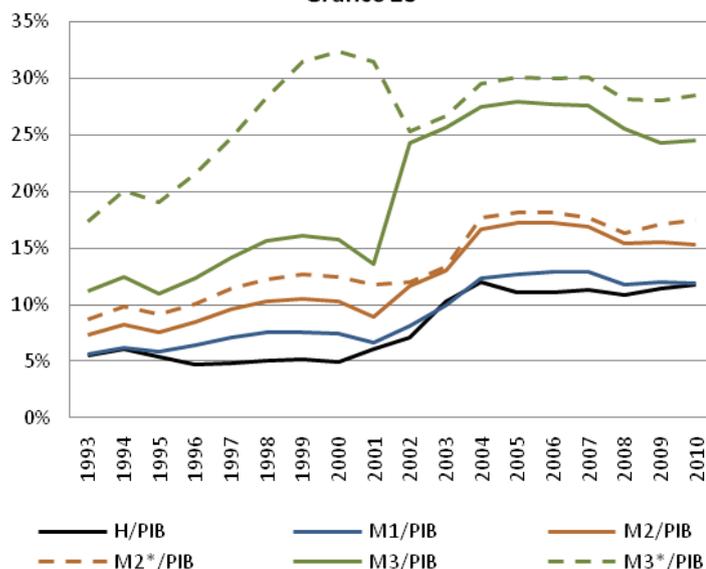


Gráfico 23



Desta comparação surgem alguns dados de relevância. Em primeiro lugar, se observa a forte pesificação da economia argentina após o colapso da Conversibilidade. O M3\* (bimonetário) que era o agregado mais relevante durante a Conversibilidade e estava basicamente dolarizado depois de 2001 se pesifica violentamente. Caem os depósitos a prazo em dólares e aumentam os depósitos a

prazo em pesos em termos relativos. Também aumentam consideravelmente o M2 e a base monetária, e M1 aproximadamente se duplicam.

Note-se que o estoque monetário tomando o M3\*/PIB não aumenta, incluso se reduz em comparação ao nível máximo alcançado em 1998. Isto significa que mesmo tendo um aumento da base monetária, M1 e M2 ainda a Argentina tem um sistema monetário e bancário precário, em relação a países semelhantes e nem comparável a países desenvolvidos. O seguinte Quadro 5 é uma comparação ilustrativa e uma aproximação da baixa relação crédito/PIB da Argentina com relação a outros países.

**Quadro 5**

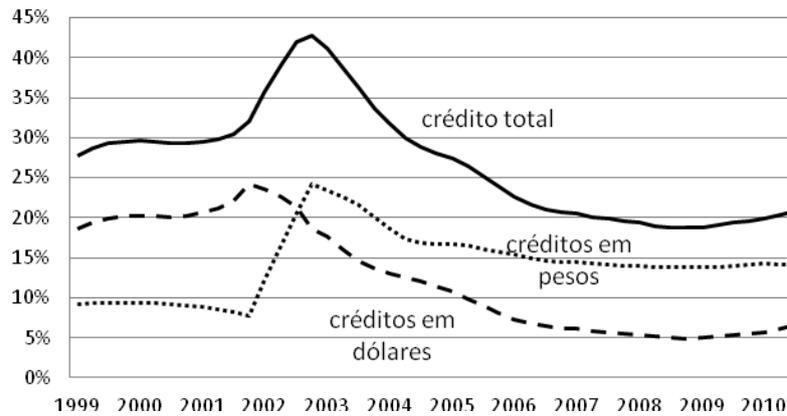
<b>Países Selecionados</b>	<b>Crédito/PIB</b>
Espanha	163,0
Holanda	134,7
Área do Euro	105,9
Itália	96,2
França	95,4
Alemanha	90,0
EUA*	86,4
Brasil	46,6
<b>Argentina</b>	<b>16,4</b>

\*Apenas pessoas físicas

Fonte: Banco Central do Brasil (Relatório de Inflação, Junho 2011)

No Gráfico 24 se observa a evolução do crédito interno total e a evolução desagregada do crédito denominado em dólares e em pesos em termos do PIB a preços correntes. É evidente o ainda baixo nível creditício, mas é importante realçar a “pesificação” do estoque de crédito.

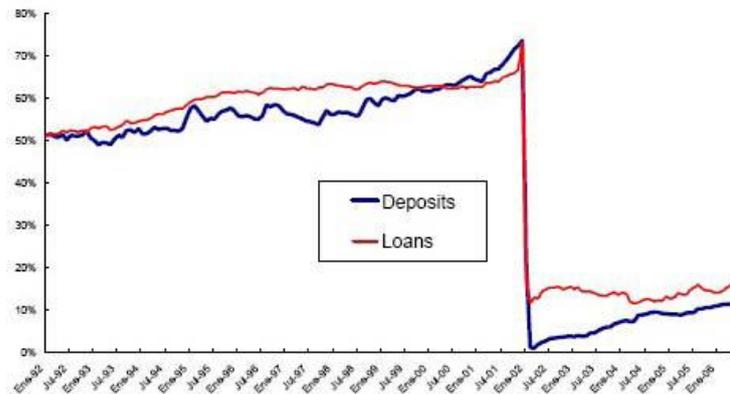
**Gráfico 24**  
Créditos bimonetários (%PIB)



O Gráfico 25 mostra o grau de dolarização bancária desde janeiro de 1992 até janeiro de 2006.

**Gráfico 25**

Grau de Dolarização Bancaria



Fonte: Pesce (2008)

Este processo de substituição de moeda estrangeira por moeda doméstica deve ser caracterizado positivamente como um fortalecimento dos fundamentos monetários do crescimento econômico argentino dos últimos anos. No entanto, além dos aumentos nos níveis da base monetária, M1 e M2 e o forte pesificação, o estoque monetário (ou estoque de crédito) ainda é baixo com relação ao produto.

Desta forma, com este simples dado é impossível supor uma causalidade da quantidade de moeda para o nível de preços na Argentina como na TQM.

Mas o que sim é um fenômeno monetário e determinado institucionalmente pelo banco central é o nível da taxa básica de juros que se torna de fato no instrumento monetário central de seguimento da política cambial.

### **8.3. O mercado interbancário y o mercado primário de LEBACs e NOBACs**

Na Argentina existe um mercado interbancário de reservas (*overnight*) onde se realizam as operações garantizadas e não garantizadas. A existência desses segmentos reflete uma série de características da estrutura do sistema financeiro argentino que está além do nosso objeto de estudo.

A taxa *call* é a taxa interbancária de operações não garantizadas mais relevante para as posições de liquidez pois se trata do mercado tradicional dos bancos domésticos. No entanto, desde 2002 quando o Banco Central começou a emitir títulos de dívida, letras e notas, (Lebacs e Nobacs), o segmento de operações com garantia começou a ganhar importância no mercado interbancário. Com o novo cenário macroeconômico pós-Convertibilidade, o BCRA desenhou estas letras e notas para ser utilizadas como instrumentos de esterilização no mercado primário e no mercado secundário de passivos, e fixar uma taxa básica de juros (embora formalmente o BCRA não reconhece esta taxa básica ser o principal instrumento de política monetária)<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> No ano 2002 a Argentina estava em *default* e não parecia ser uma boa estratégia financeira emitir títulos do Tesouro. O BCRA podia se apresentar como “alheio” dos problemas jurídicos internacionais do governo argentino e por este motivo se desenharam letras e notas emitidas pelo próprio banco central.

Sabemos que quem define essas letras e notas é o emissor, o BCRA, mas se torna relevante para nossa análise a dinâmica endógena que adquire seu estoque e a determinação exógena da suas taxas de juros. Se o banco central fixa uma taxa de juros para seus títulos, sabemos que as quantidades colocadas no mercado se tornam endógenas. Mas também, sabemos que se o banco central tiver alguma meta quantitativa, a taxa de juros se tornaria endógena e a demanda por essas letras e notas deveria estar dada para que a meta possa ser cumprida. Vejamos brevemente como funciona na prática a esterilização na Argentina.

Numa primeira fase, as letras e notas se negociam num mercado primario de acordo com as características das espécies negociadas desses títulos<sup>20</sup>. Neste mercado primário o BCRA estabelece um programa de leilões ou licitações regulares e fixa uma taxa desejada. Com base nesta taxa de juros o BCRA emite as quantidades demandadas de letras e notas, podendo ultrapassar as quantidades programadas ou podendo declarar deserta a licitação. Desta forma, as quantidades se tornam endógenas e lideradas pela demanda.

---

<sup>20</sup> A colocação primaria de letras e notas se realizam de maneira direta, isto é, sem a participação de *primary dealers*. As Lebacks são ativos financeiros de cupom zero (com amortização total ao vencimento), ou seja, se emitem sem cupom de juros e os tomadores descontam uma taxa em conceito de juro. Estes títulos se emitem em pesos, pesos ajustáveis por CER (Coeficiente de Estabilização de Referência) e dólares. A sua vez, as Nobacs se emitem em pesos e pesos ajustáveis a CER até um prazo de 4 anos, pagando um cupom que no caso das notas em pesos se fixa como um *spread* sobre a BADLAR (*Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate*). A amortização dos juros e/ou ajuste de capital é trimestral enquanto o principal amortiza ao vencimento. A partir de 2007, as letras e notas só podem ser negociadas no mercado local (Lebacks e Nobacs Internas) e seus detentores devem ser pessoas jurídicas constituídas no país.

As Lebacks e Nobacs são ofertadas em licitações publicas por meio do sistema de transações eletrônicas Siopel. Os títulos se ofertam todas as terças feiras de cada semana e todos os chamados a licitação se anunciam por meio da *Comunicación "B"* que estabelece os montantes e prazos das espécies que vão ser subastadas. Em cada licitação existem dois traços: competitivo e não competitivo. No primeiro se define o preço de corte que também se aplica ao segundo traço. O sistema de adjudicação da subasta é o holandês (preço único). Os investidores ofertam um preço calculado em função de uma taxa implícita expressada em termos nominais anuais com base de 365 dias. O BCRA pode considerar deserta uma licitação ou ampliar os montantes programados para ser colocadas.

Só para ilustrar, com frequência se pode observar nos análises de conjuntura (irrelevante para nosso objetivo) como mencionam de forma implícita a endogenia da esterilização monetária:

Se nota un menor entusiasmo de los inversores para con las Letras y Notas que emite el BCRA, que, a pesar de que pueden ser colocadas sin aumentos de tasa, están recibiendo en estas últimas semanas pocas propuestas en las licitaciones (...) Esto revela que los bancos empiezan a cuidar la liquidez para no verse forzados a subir las tasas pasivas. (jornal La Nación, 26/06/11)

Por otra parte, la convicción ideológica de mantener baja la tasa de interés para maximizar el crédito está llevando a que el Central no pueda esterilizar a las bajas tasas vigentes. (Broda & Broda em: jornal La Nación, 14/08/11)

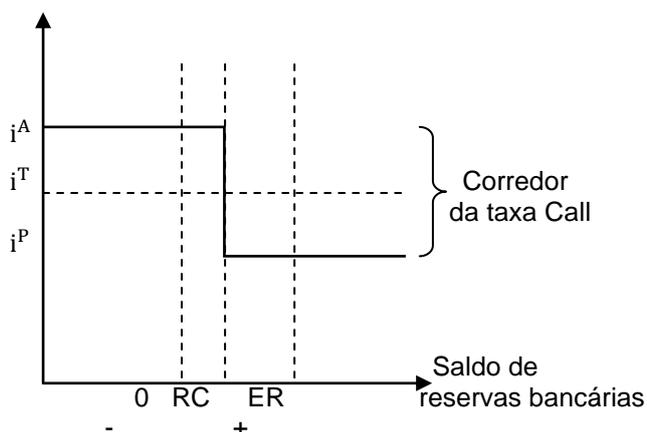
¿Por qué desde la banca dejaron de comprar deuda al [Banco] Central cuando hasta mitad de año se registraba una sobresuscripción desde el sector? Más de un factor lo explica. Uno de los centrales, precisamente, era que las entidades le exigían al [Banco] Central una tasa más elevada. (jornal La Nación, 08/09/11)

Além do mercado primário, existe um mercado secundario de vital importância para a liquidez destes títulos. Por meio de um mercado de passes o BCRA realiza operações compromissadas de recompra (*repurchase agreements*) utilizando suas letras e notas, também conhecidas como "repo". Esta operação de passes foi implementada pelo BCRA em 2004 com o objetivo de outorgar aos bancos outro instrumento de controle de liquidez. Um passe passivo significa a venda pelo BCRA de um título (contração da base monetária) com o compromisso de recompra no futuro a um preço fixo (taxa de juros exógena). Um passe ativo possui o mecanismo inverso, o BCRA compra títulos com compromisso de recompra futura e expande a base monetária. O BCRA oferece passes passivos até um mês de prazo (mas a operação mais comum é de 1 e 7 dias de prazo) e passes ativos a prazos mais longos, até dois meses.

Em resumo, desde o ano 2004 por meio destas operações compromissadas o BCRA teve uma política acomodatória às necessidades de liquidez ou "iliquidez" dos

bancos. De esta forma, se pode imaginar uma meta implícita  $i^T$  da taxa básica de juros (taxa Call) que o BCRA estaria fixando (pois não está formalmente anunciada) para o mercado de reservas interbancárias por meio da fixação explícita de um corredor formado pelas taxas para passes passivos  $i^P$  e passes ativos  $i^A$  :

**Gráfico 26**



Desta forma, dentro do corredor, isto é, a banda determinada pelo limite superior e inferior, flutua a taxa call interbancária, que em ausência de imperfeições e choques exógenos deveria convergir com a meta implícita. Quando bancos têm excessos indesejados de reservas ER, isto é, reservas efetivas maiores aos recolhimentos compulsórios RC eles vão se tornar credores de bancos deficitários no sistema de compensação. Mas a taxa de empréstimos interbancários estará limitada pelo corredor fixado pelo BCRA, pois qualquer banco habilitado para operar plenamente no mercado garantido tem a possibilidade de operar com o banco central se a taxa interbancária estiver ultrapassando os limites do corredor.

Assim uma contração de reservas (passes passivos) deve ser interpretada como um mecanismo de esterilização endógena da base monetária, e uma expansão de reservas (passes ativos) como uma acomodação endógena à demanda por base monetária. Note-se que no princípio da demanda efetiva o poder de compra e a decisão de comprar são os fatores exógenos e as variáveis

explicativas. De esta forma, aquella esterilização é por definição endógena, pois o que lidera a operação não é “decisión” do banco central de vender títulos públicos, mas a decisión dos bancos de comprar. Como a um preço dado não existe “poder de venda” nem “decisiones” de vender, não existe tal “política de esterilização” no mercado secundário (argumento também válido para a esterilização no mercado primário).

Segundo Anastasi *et al* (2009):

las decisiones de la autoridad monetaria (representada en este caso por la tasa cobrada por un préstamo a 7 días respaldado por un título publico) impactan en el precio de la liquidez de corto plazo (...) Este hecho señala la relevancia de incorporar como posible determinante de la tasa *call* a una variable que refleje la tasa de política del BCRA. Aún cuando esta tasa no constituya un objetivo de política de la autoridad monetaria la misma constituye una referencia relevante, ya que las entidades financieras podrían acceder a dicha facilidad, cumpliendo los requerimientos regulatorios necesarios. (Anastasi, Elosegui & Sangiácomo, 2009, p. 13)

También, segundo Pesce (2008):

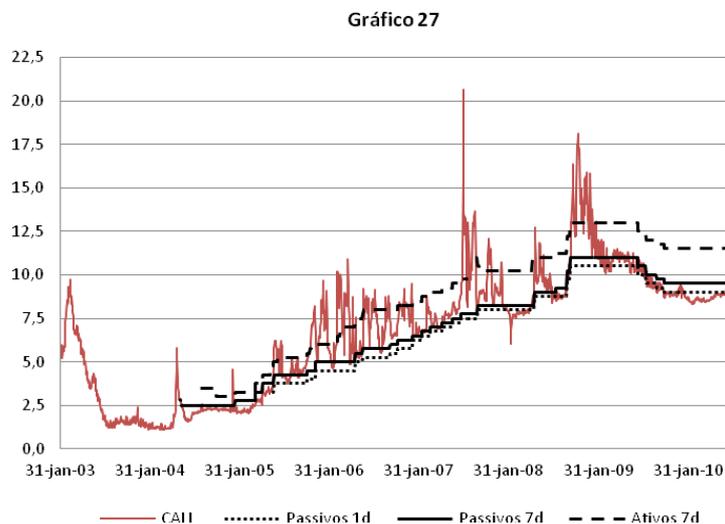
The central bank has also started active intervention in the repo market to increase the responsiveness of the interbank credit market, which shows strong signs of segmentation. Such intervention, along with the deepening of the market for central bank notes (LEBAC and NOBAC bills) has been helping to generate a benchmark interest rate. (Pesce, 2008, p.133)

Incluso, no “*Informe de Inflación*” correspondente ao segundo trimestre de 2011, o BCRA afirma:

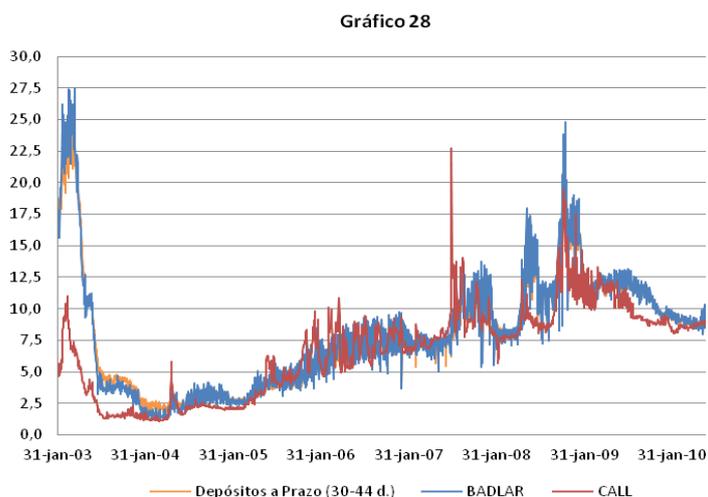
Las tasas de interés del mercado interbancario (*call*) se mantuvieron estables, en línea con las establecidas por el BCRA como referencia en sus operaciones de pase. (BCRA, 2011, p. 64)

No Gráfico 27 se pode observar esta correlação entre o mercado garantido (ou de passes) e não garantido no mercado interbancário. Isto é, a determinação

exógena da taxa interbancária pela intervenção do BCRA através da fixação de um corredor de passes ativos e passivos.



Essa determinação também se mostra sobre a taxa privada BADLAR (Buenos Aires *Deposits of Large Amount Rate*) que é calculada pelo BCRA em base às taxas de juros que os bancos pagam pelos depósitos a 30-35 dias de prazo superiores a um milhão de pesos, e também sobre a taxa de depósitos a 30-44 dias de prazo como se mostra a continuação:



Os “picos” da taxa *call* que ultrapassam qualquer um dos limites do corredor estabelecido entre as taxas de passes ativos e passivos podem ser explicados que

por motivos de reputação ou evasão de penalidades os bancos preferiram captar fundos do mercado interbancário não garantido (Ennis & Weinberg, 2009). Assim, também é verdade que por motivos de regulação bancária não todas as instituições financeiras estão habilitadas para participar no mercado garantido.

No entanto, choques exógenos ao normal funcionamento do sistema financeiro doméstico podem transitoriamente desviar a taxa interbancária dos objetivos do banco central. Em julho de 2007 os mercados internacionais mostraram uma queda importante derivada do estalido em EUA do mercado hipotecário *subprime*. Em 2008, aconteceu a "greve" nacional de produtores agrários e latifundiários organizados em oposição à decisão governamental de colocar retenções móveis as exportações de matérias-primas. Em setembro de 2008, o banco de investimento *Lehman Brothers* quebrou gerando um pânico financeiro internacional. Durante estes choques exógenos se verificaram aumentos súbitos, mas transitórios, da taxa de juros interbancária correspondente a períodos de instabilidade.

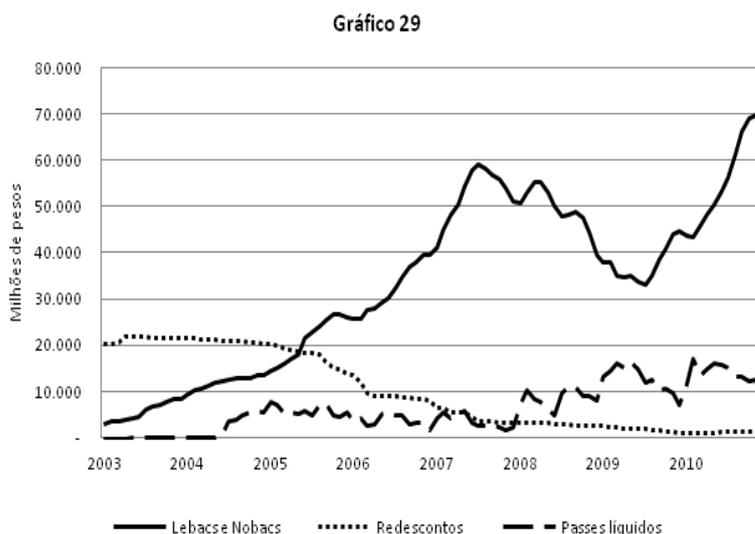
Segundo Anastasi *et al* (2009):

Un aspecto a resaltar es que *a priori* se debería esperar que la tasa de *call* se ubique entre el corredor de tasas que surge de endeudarse con el BCRA (tasa de pases activos) o prestarle al BCRA (tasa de pases pasivos). Sin embargo, tal como lo remarca la literatura y la evidencia a nivel internacional, las entidades podrían tratar de evitar los pases activos por una cuestión de reputación y para evitar dar señales negativas respecto a su situación de liquidez y/o solvencia ante el mercado. (Anastasi, Elosegui & Sangiácomo, 2009, p. 14)

Também, sobre o "corredor" Pesce (2008) afirma:

The signals are sent by means of an interest rate range (floor and ceiling around the reference rate) that makes it possible to lower the volatility of the interest rate and regulate money market liquidity more efficiently. (Pesce, 2008, 133)

O seguinte Gráfico 29 mostra a evolução do estoque de Lebacks e Nobacs, a evolução dos passes líquidos do BCRA (passes passivos menos passes ativos) e a evolução do estoque de redescontos de assistência de liquidez aos bancos. Estas variáveis representam fatores de absorção ou esterilização endógena da base monetária.



Com freqüência se reduz o conceito de esterilização às licitações de Lebacks e Nobacs no mercado primário ou as operações compromissadas no mercado secundário. Mas a devolução de redescontos por parte dos bancos é um mecanismo endógeno de compensação que também contrai a base monetária.

É verdade que aumentando os recolhimentos compulsórios o banco central pode alterar a liquidez bancária e, portanto influenciar nas decisões bancárias de esterilização. Também por meio de operações do setor público se pode contrair a base monetária, por exemplo, quando o governo compra divisas ao banco central para pagar sua dívida externa ou simplesmente para aumentar seus depósitos em moeda estrangeira. Sem dúvida, estes fatores de contração não são mecanismos

compensatórios endógenos. No entanto, fica claro que uma “política de esterilização”, não poderia ser garantida sustentavelmente por este tipo de instrumentos<sup>21</sup>.

Portanto, a pesar de que o BCRA em varias oportunidades aumentou os recolhimentos compulsórios e o governo pagou periodicamente os serviços da dívida externa o núcleo dos mecanismos compensatórios mostra ser endógenos.

Observamos que partir de 2008 se reduz a demanda por letras e notas, enquanto os passes líquidos mostram uma tendência positiva, isto é, se aceleram os passes passivos. Também se observa a importante contribuição do refluxo de redescontos através de devoluções antecipadas estimuladas pelo esquema “matching”<sup>22</sup>. Frenkel & Rapetti (2007) também observaram este último mecanismo compensatório:

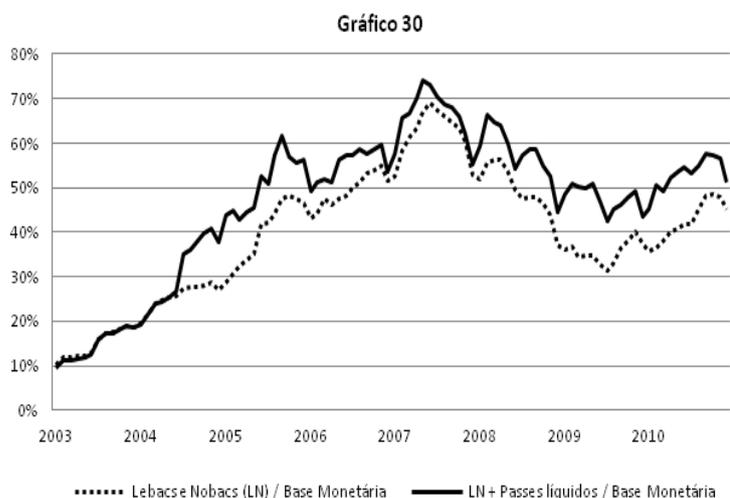
The Central Bank could reduce the issuing of Lebac and Nobac because other compensatory mechanisms began to operate. In the first place, as liquidity grew the banks started to service the debt incurred with the Central Bank during the financial crisis. Hence, banks' capital payments and especially the payment of interest operated as sources of contraction of the monetary base in 2004. In 2005, the Central Bank launched a program allowing the acceleration of banks' debt amortizations, reinforcing this contractionary mechanism. (Frenkel & Rapetti, 2007, p. 23)

---

<sup>21</sup> No entanto, alguns autores próximos às idéias do ex ministro de Economia Lavagna defendem a necessidade de manter um razoável superávit fiscal para “ajudar” ao banco central a manter uma taxa de câmbio real e competitiva. A idéia seria a seguinte: por um lado, o superávit fiscal evitaria pressões inflacionarias e assim ajudaria a manter a taxa de câmbio real, pois se assume que o déficit fiscal gera inflação de demanda. Por outro lado, além de contribuir a manter o câmbio real, o superávit fiscal transformado em depósitos do governo em moeda estrangeira contrai a base monetária ajudando ao banco central na sua política de esterilização, pois se assume que a esterilização é exógena. Mas, sob este ultimo suposto, não só ajudaria reduzindo o estoque de dívida publica, mas também evitando excessivos aumentos na taxa básica de juros para cumprir com as metas de esterilização, e, portanto, evitando o déficit quase fiscal do banco central (isto é, quando o rendimento da suas reservas internacionais é menor ao rendimento da sua dívida publica). Este raciocínio é problemático pelos pressupostos que assume: inflação de demanda, esterilização exógena e contração fiscal expansionista.

<sup>22</sup> O esquema “matching” consiste na elaboração de um cronograma de pagamentos que casa os vencimentos das quotas de redescontos com os vencimentos dos títulos públicos que os bancos possuem em carteira. Mesmo se tratando de um esquema de estímulos elaborado pelo BCRA para reduzir os redescontos, em ultima instancia a devolução é uma decisão privada dos bancos.

Em outras palavras, todo este processo mostra um BCRA acomodatório às necessidades de “iliquidez” dos bancos e mostra os diferentes mecanismos endógenos de esterilização, dada uma taxa de juros determinada institucionalmente. No Gráfico 31 observamos a evolução do estoque de Lebac e Nobacs mais os passes líquidos em termos da base monetária. Nesta série se observa uma clara tendência positiva, isto é um crescimento destes fatores de esterilização.

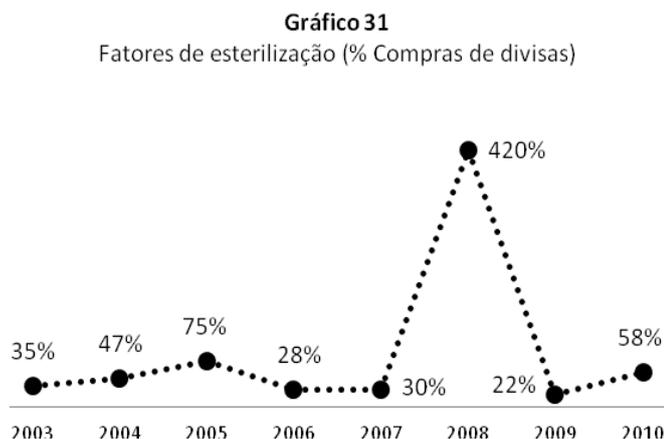


Mas para calcular o grau de esterilização do crescimento da base monetária pela acumulação de reservas internacionais, isto é, a esterilização do efeito monetário das compras de divisas do banco central, devemos dividir os fatores ou mecanismos de compensação endógena sobre as compras de divisas:

$$\varepsilon = \frac{\Delta LN + \Delta PL + DLR}{CD}$$

onde o grau de esterilização  $\varepsilon$  é igual a variação da soma de Lebac e Nobacs LN, de passes líquidos PL e da devolução líquida de redescontos DLR sobre as compras de divisas CD. É verdade que uma análise integral sobre a esterilização endógena se deveria também introduzir no numerador da equação o mecanismo compensatório derivado do pagamento de dívidas bancárias pelos exportadores. Mas como o levantamento destes dados implicam uma grande dificuldade omitimos

este fator. Portanto, baseado em aquela equação o Gráfico 31 mostra o grau de esterilização anual da Argentina:



Em 2008, se verifica uma extrema “esterilização” basicamente pela saída de capitais derivada da combinação da crise política interna (já mencionado acima) e a crise financeira internacional. Em outras palavras, em períodos de alta volatilidade o conceito de esterilização pode levar a confusão porque diante uma crise não só se “esteriliza” o fluxo de base monetária, mas fundamentalmente se contrai seu estoque. Portanto, devemos limitar o conceito de esterilização só para o análise dos mecanismos compensatórios que operam só sobre o fluxo da base monetária. Em outras palavras, uma esterilização marginal acima da unidade de base monetária, simplesmente é uma contração do estoque de base monetária.

#### **8.4. Um comentário sobre as metas quantitativas do BCRA**

Em 2003, a Argentina recebeu um crédito *Stand-By* do FMI com o compromisso do governo nacional de cumprir com determinadas metas quantitativas

de política econômica. Entre elas, estava um programa monetário de metas de quantidade de base monetária para evitar, segundo o FMI, que uma emissão monetária irresponsável cause uma aceleração dos preços. Segundo Pesce (2008) as metas quantitativas foram efetivas:

This policy was extremely successful in stabilizing expectations and preventing hyperinflation after the sharp depreciation that the peso had suffered during the first quarter of 2002. (Pesce, 2008, p.132)

Desta forma, o objetivo de uma regra monetária (para a base monetária ou para o M2) parecia ser ancorar as expectativas inflacionárias e evitar um crescimento excessivo da quantidade de moeda. Segundo Frenkel & Rapetti (2007):

This exchange rate policy has been conducted together with a monetary policy based on quantitative monetary targets, which started in 2003 (...)The idea behind this policy is that there is a link between monetary aggregates and the inflation rate. Since the Central Bank Law states that the primary goal of the institution is to pursue low inflation rates, monetary policy is thus supposed to control the price level indirectly through the management of quantitative targets, which are announced in the monetary program every year. Under this policy orientation, low inflation rates should be attained not only as a result of the effective monetary expansion but also through the effect of the central bank's announcement as an inflation expectations anchor. (Frenkel & Rapetti, 2007, pp. 21-22)

No entanto, sabemos que só seria possível esperar inflação de demanda se houver um choque de demanda numa economia com plena utilização da capacidade e pleno emprego. Por outro lado, sobre o problema de expectativas deveríamos também observar que as expectativas inflacionárias não se limitam à observação do crescimento monetário, mas também a expectativas de desvalorização cambial e expectativas sobre os resultados do conflito distributivo, por exemplo. Segundo Mishkin (2000):

la relación entre los agregados monetarios y las variables objetivo, tales como la inflación, es con frecuencia muy inestable. Como resultado de ello, la importancia de las metas monetarias se ha determinado o dichas metas han sido abandonadas por completo (como ocurrió en los casos de los Estados Unidos, el Reino Unido y Canadá)

(...)

La débil relación entre el dinero y el ingreso nominal implica que cumplir con una meta monetaria no producirá el resultado deseable para una variable objetivo como la inflación. Más aún, el comportamiento del agregado monetario no aportará una señal adecuada sobre la postura de la política monetaria. Así, salvo en circunstancias muy poco usuales, la determinación de metas monetarias no ayudará a anclar las expectativas inflacionarias y no será una buena guía para evaluar la rendición de cuentas del banco central. (Mishkin, 2000, p. 123)

Em dezembro de 2005, a Argentina pagou a totalidade da sua dívida externa (9.810 milhões de dólares) com o FMI. Esta decisão permitiu ao governo obter uma capacidade de programação da sua política econômica em forma muito mais independente. No entanto, as metas quantitativas continuaram vigentes, mas com algumas mudanças. Passou-se de metas de base monetária para metas de M2 com a seguinte estruturação: Metas trimestrais de M2 e uma meta anual do M2 “privado” (depósitos a vista e caixas de poupança só em bancos privados mais papel moeda em poder do público).

A argumentação do BCRA nesse momento foi a seguinte: após a depressão 1998-2002 o multiplicador monetário era tão pequeno e instável que a base monetária parecia ser um instrumento mais confiável para controlar a inflação. No entanto, a fins de 2005, segundo eles, a evidência empírica mostra uma forte recuperação do multiplicador monetário e o M2 começa a ter maior relevância explicativa para o nível geral de preços (BCRA - Programa Monetário 2006, p.3; Pesce, 2008, p.132).

These quantitative targets are consistent with the inflation target, which is one of the main objectives of monetary policy. (Pesce, 2008, p.132)

Mas, além destas mudanças de forma, uma explicação possível para esta continuidade das metas quantitativas talvez seja a tentativa por cumprimentar com o artigo 3 da Carta Orgânica do BCRA que estabelece como *“misión primaria y fundamental del Banco Central de la República Argentina preservar el valor de la moneda”*. E dado que para o BCRA o baixo nível dos agregados monetários faz com que a taxa de básica de juros seja um instrumento impotente para a política monetária, as metas quantitativas parecem ser a solução.

Na apresentação do Programa Monetario 2006 o então presidente do BCRA Martin Redrado justificava o sistema de metas cuantitativas:

¿Por qué utilizar a los agregados monetarios como instrumentos de política monetaria en lugar simplemente señalar el sesgo de política monetaria a través de la tasa de interés? Porque la elección de precio (tasa de interés) o cantidad (agregados monetarios) está basada, entre otras cosas, en la relación entre la volatilidad de la velocidad de circulación y la volatilidad de la tasa de interés real (...) En general, y Argentina no ha sido la excepción, luego de una crisis como la que hemos atravesado, la tasa de interés real es altamente volátil (influenciada en parte por la volatilidad de la tasa de inflación y del premio por riesgo), más que la velocidad de circulación, lo que hace más conveniente la instrumentación de la política monetaria a través del control de los agregados monetario. (BCRA – Programa Monetario, 2006, p.7)

No entanto, no Programa Monetário 2010 o BCRA parece relaxar a significância da meta de M2, priorizando os “objetivos finais” de política monetária (que não só seria a inflação):

El Programa Monetario es una herramienta que brinda pautas generales sobre cómo deberían comportarse los instrumentos de política monetaria ante la evolución de las variables macroeconómicas relevantes. Se trata de un ejercicio de consistencia agregada de una serie de proyecciones sobre el desempeño general de la economía y sobre la evolución de la demanda de dinero (agregados monetarios) que es tomada como meta intermedia. La definición de la trayectoria de la variable elegida como meta intermedia (actualmente M2) guarda una relación con los objetivos finales de la política monetaria. (BCRA, 2010)

Como já analisamos, existe um sólido mercado de títulos públicos e de fato a política monetária se realiza por meio do controle da taxa interbancária. Por outro lado, atualmente o BCRA privilegia seus objetivos políticos de crescimento econômico, emprego e distribuição e não objetivos de inflação. Desta forma, a política de fato do BCRA se baseia principalmente em dois instrumentos: o controle da taxa de câmbio e a fixação da taxa de juros tanto no mercado interbancário quanto na licitação de Lebacks e Nobacs no mercado primário.

O seguinte Quadro 4 pode sintetizar as tensões existentes entre o que formalmente se declara na Carta Orgânica e nos documentos formais do BCRA e o que de fato se persegue na política monetária.

**Quadro 5**

<b>BCRA</b>	<b>Carta Orgânica e Programa Monetário</b>	<b>Política Monetária efetiva</b>
<b>Objetivos</b>	-Controle da inflação de demanda	-Crescimento econômico -Emprego -Controle da inflação de custos -Evitar a apreciação real da taxa de câmbio
<b>Instrumentos</b>	-Metas de M2 -Política de esterilização -Flutuação administrada da taxa de câmbio -Política de acumulação de reservas internacionais	-Fixação do corredor de taxas no mercado interbancário -Fixação da taxa de juros de Lebacks e Nobacs no mercado primário -Fixação da taxa nominal de câmbio

O regime cambial da pós-Convertibilidade se define como uma administração flexível, mas de fato é um regime “bem sujo” com uma taxa praticamente fixa para o mediano prazo. O BCRA persegue na prática uma taxa de câmbio real, competitiva, estável (e múltipla) destinada a compensar os problemas estruturais de

produtividade industrial evitando reduzir a inflação via apreciação cambial. Recentemente, a atual presidenta do BCRA, Marcó del Pont, se referiu a linha estratégica da política monetária argentina:

Lo que uno está advirtiendo es que la inercia del pensamiento convencional frente a estas situaciones de shock externo lo que está reclamando es más política de ajuste y de enfriamiento de la demanda o disciplinamiento de los precios a través de las apreciaciones de las monedas.

(...)

Los movimientos de precios tienen que ver fundamentalmente con shock de oferta.

(...)

Y muy vinculado a este fenómeno, y a esta tendencia, y a esta pulsión hacia la apreciación que genera, no solamente el crecimiento de los precios internacionales de muchos de los bienes de las materias primas que producimos y exportamos los países en desarrollo, también se le suma la pulsión a la apreciación que generan el ingreso de capital financiero de corto plazo. En estas condiciones, los países que aspiramos a industrializarnos tenemos que encarar políticas que puedan contrarrestar estos efectos.

(...)

Y eso se hace en un contexto internacional de fuerte alza de precios internacionales y además de una fuerte pulsión hacia la apreciación que en la Argentina no vamos a permitir porque justamente gran parte de nuestros fracasos históricos se debió a esa trampa de utilizar la apreciación de nuestras monedas como forma de disciplinar nuestros precios internos.” (Marcó del Pont, 2011, [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar))

Nosotros creemos que estas cuestiones no las vamos a resolver apreciando la moneda, restringiendo el crédito o subiendo la tasa de interés (Página 12, 02/07/11)

Além da matriz ortodoxa da Carta Orgânica e das características pseudo monetaristas das metas quantitativas do Programa Monetário, atualmente o BCRA possui uma orientação heterodoxa sobre a inflação, o crescimento e a distribuição da renda. Efetivamente, a inflação argentina se deriva de choques de custos e não de excessos de demanda como na teoria convencional; como também de um estrutural conflito distributivo.

Por estar além do nosso objeto de estudo, não será motivo este trabalho aprofundar nas causas do desvio entre a estrutura formal da política monetária e a política de fato. Talvez as causas possam ser achadas na formação acadêmica, nas

restrições institucionais ou nas relações de poder. Seja o que for, analisemos os problemas que apresentam as metas quantitativas tal como operam atualmente.

Pode o banco central controlar simultaneamente a quantidade de moeda, a taxa básica de juros e a taxa de câmbio? Não. Sabemos como o BCRA controla a taxa de câmbio e a taxa interbancária, então, por definição sabemos que a quantidade de moeda é endógena. Mas, a evidência empírica mostra que o BCRA cumpre regularmente (com alguns períodos excepcionais de irregularidade) suas metas quantitativas.

O seguinte Quadro 6 mostra o cumprimento das metas entre 2003 e 2010. Quando se fixou metas sobre a base monetária, o crescimento monetário ultrapassou a meta em março, abril, maio de 2003. Em junho, o BCRA decidiu revisar ou atualizar as metas para evitar efeitos contrativos. Mesmo assim, em novembro desse ano também se ultrapassou a meta, mas em forma quase insignificante. Em fevereiro e maio de 2004 o crescimento monetário não alcançou o limite inferior da meta. No entanto, se pode dizer que passaram 28 trimestres sem grandes problemas no cumprimento das metas até agosto de 2010 quando o BCRA voltou a revisar ou a atualizar o Programa Monetário para evitar uma contração.

**Quadro 6**

		Metas H		Metas M2						
		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1T	jan									
	fev		(-)							
	mar	(+)								
2T	abr	(+)								
	mai	(+)	(-)							
	jun	Revisão								
3T	jul									
	ago								Revisão	
	set									
4T	out									
	nov	(+)								
	dez									

Azul: Cumprimento da meta

Vermelho: Incumprimento ou Revisão (+/-, acima (abaixo) da meta)

Branco: Sem metas

Uma explicação razoável para este fenômeno seria que as estimações do crescimento monetário realizadas periodicamente se verificam corretas na maioria das vezes. Enquanto a economia se desenvolva com relativa estabilidade é provável que a quantidade de moeda se verifique dentro da meta, ou seja, que o crescimento de M2 não ultrapasse os limites quantitativos superiores ou inferiores (corredor entre bandas) fixados pelo BCRA (Hildegart & Garegnani, 2002; Aguirre, Burdisso & Grillo, 2006). Segundo Pesce (2008):

The targeting of money aggregates is consistent with BCRA forecasts for the growth in money demand and for real GDP, and with the inflation objective of the BCRA. (Pesce, 2008, p.132)

No entanto, o sucesso não parece depender simplesmente de funcionários experientes em estatística. Dependendo da metodologia de cálculo para o cumprimento da meta que se utilize, a meta pode se tornar mais ou menos flexível.

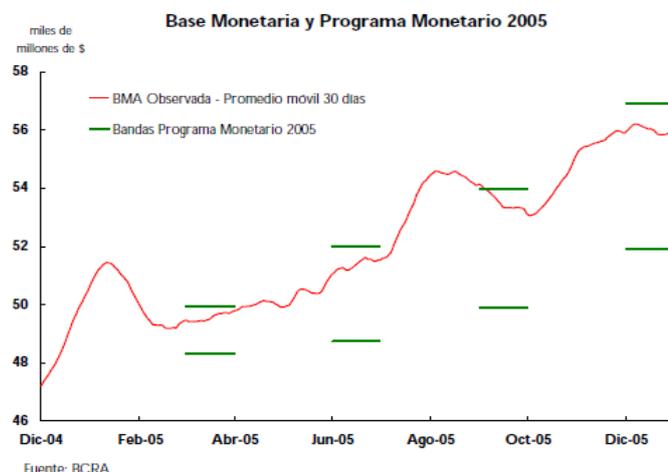
Por exemplo, a base monetária ou o M2 calculado a partir de saldos diários serão mais instáveis que calculados a partir da média móbil (30 dias), e muito mais instável ainda que calculados a partir da média mensal. Com essa última metodologia, sem dúvida, as chances de acertar na meta aumentam significativamente.

Mas existem outros mecanismos de política que podem colaborar e que inclusive estão além do BCRA. Por exemplo o governo pode eventualmente realizar movimentos dos seus depósitos e alterar transitoriamente a quantidade de M2. Caso o M2 estiver por incorrer num incumprimento da meta, o governo pode retirar depósitos próprios que tem nos bancos e transitoriamente reduzir o M2 antes de “atravessar” pelo corredor de metas.

Claro que relaxando o suposto de que o regime de câmbio é completamente fixo e a taxa de câmbio também, sabemos que existem vários mecanismos de curto prazo de simples alterações transitórias destas taxas que podem alterar a quantidade de moeda. Mas como é óbvio, se estaria relaxando o controle estrito destas taxas para privilegiar o controle da quantidade de moeda para eventualmente acertar na meta. Como estas taxas não são completamente fixas na realidade, se poderia avançar numa explicação neste sentido também.

Só para ilustrar, observamos no Gráfico 33 a evolução da base monetária em 2005 (quando as metas eram sobre a base monetária) e seu comportamento em relação às metas trimestrais. São evidentes os esforços de política para conseguir acertar na meta, mesmo ignorando a especificidade de tais esforços. Note-se que mesmo assim, no mês de outubro os esforços de política não são completamente eficientes, pois não acertam na meta.

**Gráfico 33**



No entanto, em 2010 o crescimento do M2 mostrou na tendência um desvio significativo das metas previstas e antes de incorrer no incumprimento o BCRA “atualizou” o Programa Monetário fixando novas metas para esse mesmo ano. Esta atualização foi um ajuste pragmático do Programa ao crescimento monetário ao invés de ajustar o crescimento monetário às metas fixadas inicialmente, como reclamaram os setores mais conservadores e monetaristas.

Al escenario base esperado se le agregan bandas que están diseñadas para asimilar cambios moderados, que le otorgan cierta flexibilidad a la política. No obstante, las bandas pueden resultar insuficientes para absorber desvíos significativos en las variables macroeconómicas estimadas. (BCRA - Actualización de las metas del Programa Monetario - Segundo Semestre, 2010, p. 2)

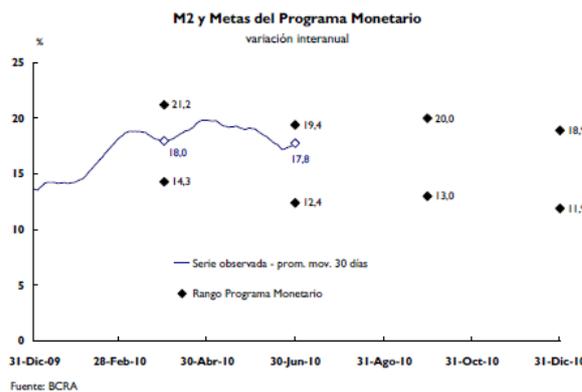
Si bien no han ocurrido hasta el mes de junio de 2010 desvíos en los valores observados de M2 respecto a las metas fijadas, el crecimiento superior al esperado torna altamente probable la ocurrencia de desvíos respecto a la metas en lo que resta del año. Mantener vigente un Programa Monetario basado en un nivel de actividad económica subestimado implicaría conferirle un carácter fuertemente contractivo a la política monetaria que afectaría el crecimiento del producto, reduciendo la oferta de crédito y la creación de empleo. De allí surge la necesidad de actualizar las metas del Programa Monetario 2010, de forma de que resulten compatibles con el mayor crecimiento de la actividad económica.

(...) Para ello, considerando que la mayor diferencia respecto de lo previsto procede del aumento en la demanda de dinero transaccional se procedió a calcular una nueva proyección de la misma. En una primera etapa, se realizó una estimación del M2 Privado en pesos, mediante el mismo modelo que fuera utilizado en ocasión del Programa Monetario 2010. En esta proyección se mantuvieron todos los coeficientes y argumentos

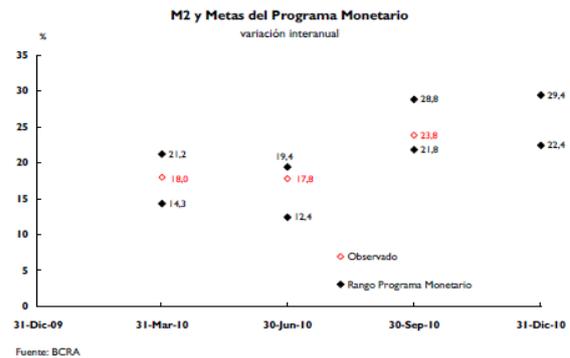
originalmente empleados, con excepción del PIB real, que fue sustituido por uno que combina el crecimiento real ya observado y la mejor estimación disponible para lo que queda del año. Se mantuvo anclada la variación de precios originalmente prevista. Así se actualizaron los pronósticos de la demanda de dinero para hacerla compatible con el mayor crecimiento de la actividad económica. (BCRA - Actualización de las metas del Programa Monetario - Segundo Semestre, 2010, pp. 31-32)

Nos Gráficos 34 e 35 se observa a atualização do Programa Monetário antes do incumprimento da meta. Note-se que a partir desta revisão se modifica incluso a metodologia de cálculo do cumprimento para minimizar ainda mais as chances de erro, pois se passa de um M2 observado como media móbil (30 dias) para um M2 media mensal:

**Gráfico 34**



**Gráfico 35**



No entanto, se o banco central houvesse optado por respeitar a meta originaria estaria diante um problema na hora de realizar o ajuste monetário. Como sabemos que o BCRA não controla o M2 e sim controla a taxa de passes e das Lebacs e Nobacs, um ajuste monetário significaria concretamente um aumento da taxa básica de juros. Mas no contexto argentino a coisa não seria tão simples assim.

Curia observa que:

las tasas de interés en pesos de referencia, se ubican bajas respecto de la inflación efectiva, favoreciendo la expansión (aunque con interrogantes en lo que hace a la inversión), y, a la par, son pronunciadas medidas en

dólares, lo que sirve al ingreso de fondos y a la monetización (lo que, luego, suscita un problema). (Curia, 22/08/2010, <http://sur.elargentino.com>)

Dada a taxa de câmbio nominal e o nível de preços de curto prazo, um aumento nominal da taxa de juros aumentaria, por um lado, a taxa real de juros (ou reduziria a taxa de juros real negativa) talvez com algum efeito contrativo na economia, mas por outro lado, estimularia a entrada líquida de capitais. Desta forma seria difícil determinar *ex ante* se o eventual efeito contrativo sobre a demanda agregada (basicamente sobre o consumo) é maior que o efeito derivado do fluxo de entrada líquida de capital menos o mecanismo endógeno compensatório. Se um aumento da taxa real de juros tivesse um efeito contrativo efetivo e a expansão da base monetária fosse totalmente “esterilizada” então se esperaria uma contração do M2. Mas mesmo assim seria muito difícil que a quantidade contraída seja a quantidade desejada pelo banco central, pois o M2 é endógeno e a esterilização também. Se tivéssemos um regime de câmbio mais flexível o efeito contrativo pareceria ser mais convincente, pois um aumento nominal da taxa de juros causaria um aumento maior da taxa real de juros pelo efeito deflacionário derivado da apreciação cambial.

Em outras palavras, fica claro que o banco central não tem controle direto sobre o M2 e seus mecanismos indiretos eventualmente poderiam avançar na contração, mas com profundas incertezas de quanto aumentar a taxa de juros para ficar dentro da meta. Em termos convencionais, ao invés de uma curva contínua de demanda monetária (negativamente inclinada) seria mais razoável supor uma curva com continuidades e descontinuidades incertas para o banco central (Lavoie, 1992, p. 188). Incluso, Pesce (2008) reconhece este tipo de problemas:

This strategy, which is still at work, recognizes the various uncertainties faced by the BCRA. It is widely accepted by policymakers and academics that, in a world of globalized financial markets, central banks have to deal with unexpected changes in the international environment. At the same time, monetary policy is also facing uncertainty related to the weak knowledge a central bank has about the real model that governs its dynamic interactions with the domestic private sector. (Pesce, 2008, p.132)

Os modelos de estimação da quantidade de moeda apresentam falhas estruturais, pois com simples mudanças macroeconômicas inesperadas o crescimento monetário pode ficar fora da meta. Se a conjuntura macroeconômica apresentasse algum desvio significativo da estimação seria impossível cumprir com a meta, e nem sequer realizando correções a partir de operações não convencionais ou convencionais como alternado a taxa de juros ou a taxa de câmbio. Isso demonstra que as metas quantitativas resultam ser um esforço de cálculo e de política complexo demais quanto estéril e correspondente a uma visão não heterodoxa.

Dados os objetivos de fato não monetaristas do BCRA as metas quantitativas se transformam num instrumento irrelevante, ou quanto menos secundário, porque quando a meta não é cumprida se privilegia o crescimento endógeno da quantidade de moeda e se redefinem novas metas. Por este motivo, para Curia:

En el caso argentino, si es verdad que se exhibe un programa monetario que luce como "cuantitativista", no lo es estrictamente en cuanto a una intención correctiva en el frente de la inflación, encarada específicamente por la vía monetaria.

(...) En resumen: se trata en el caso de un programa de formato cuantitativista, pero, sui generis. (Curia, 05/09/2010, <http://sur.elargentino.com>)

Analisamos neste trabalho que não se trata de um problema “técnico” de escolha de instrumentos do banco central, mas de uma impossibilidade estrutural de controle quantitativo dada a endogenia monetária liderada pela demanda e

determinada pelos bancos (inclusive numa economia aberta com livre mobilidade de capitais e taxa de câmbio fixa). No caso argentino, as metas quantitativas nem sequer se sustentam na própria lógica monetarista porque elas não têm nenhuma pretensão de se tornar, por exemplo, numa "regra de McCallum" (McCallum, 1987, 2000)<sup>23</sup>.

Portanto, este tipo de metas, mesmo *sui generis*, está forçando a um BCRA não ortodoxo a debater dentro do campo monetarista e a se defender dos reclamos ortodoxos e na sua própria linguagem. Desta forma, seria um avanço mudar o sistema de metas quantitativas para um sistema de "monitoreo" dos agregados monetarios, pois assim não se precisaria formalmente nenhum cumprimento.

Curia afirma que:

No hay contradicción lógica en reclamar al BCRA que opere como un epígono monetarista a ultranza. En esta visión, la dinámica de la cantidad nominal del dinero sería tomada como exógena y se procedería, sin más, a reducir reciamente el ritmo de evolución de los agregados. (Curia, 25/07/2010, <http://sur.elargentino.com>)

Em resumo, uma maior consistência institucional contribuirá politicamente para a defesa da política monetária de fato não convencional.

---

<sup>23</sup>A regra de McCallum define a base monetária como o instrumento de controle do banco central. A taxa de crescimento da base monetária é função da meta de crescimento do produto nominal, da taxa media de crescimento da velocidade de circulação da base monetária e da diferença entre a meta de crescimento do produto nominal e a taxa de crescimento observada no período anterior. Em termos formais:

$$h_t = y^* - v_t + \alpha(y^* - y_{t-1})$$

onde a meta de crescimento do produto nominal ( $y^*$ ) é igual à soma da meta de inflação com a taxa media de crescimento econômico de longo prazo.

Neste sentido, a política monetária responde ajustando a base monetária a uma meta de produto nominal através do ajuste nas variações da velocidade de circulação de longo prazo.

Na regra de McCallum se pressupõe que a relação entre a base monetária e o produto não é constante. Desta forma, o objetivo da política monetária é minimizar o desvio do produto efetivo da sua meta de produto. Então, o banco central deve manter o crescimento da base monetária a uma taxa compatível com sua meta de crescimento de produto nominal e com as mudanças da velocidade de circulação.

## 8.5. Conclusão

Desde a pós-Convertibilidade a forte acumulação de reservas internacionais esteve baseada no superávit em conta corrente e pelas vantagens de uma política de controle da tendência à apreciação cambial real, isto é, uma tentativa por preservar uma taxa de câmbio real competitiva, estável e múltipla (basicamente por meio de um sistema de retenções às exportações de alimentos)

Neste caso também não se aplica o mecanismo de ajuste automático derivado do modelo Mundell Fleming. Em primeiro lugar, porque não se verifica tal causalidade monetária. Em segundo lugar, porque se verificam mecanismos compensatórios endógenos que esterilizam o crescimento da base monetária derivada do setor externo. Novamente, a base monetária se verifica uma variável residual do circuito monetário. Sobre este ponto, demonstramos que a esterilização não pode ser o resultado de uma simples iniciativa do banco central, mas de um processo onde o banco central determina a taxa de juros da suas letras e notas e o mercado determina as quantidades demandadas. Também verificamos a abordagem da taxa de juros exógena à luz das operações do banco central no mercado interbancário.

Por outro lado, observamos criticamente a inutilidade da fixação de metas monetárias quantitativas quando nem sequer o banco central persegue de fato objetivos monetaristas, e analisamos o prejudicial que isto é para o esclarecimento de uma política monetária heterodoxa.

Por último, parece que as autoridades dos bancos centrais necessitam mostrar alguma política monetária com relação à inflação para evitar ser vistos como irresponsáveis ou incompetentes. Mas vimos que não adianta desenhar políticas monetárias para problemas não monetários. Portanto, deve-se chamar à atenção

para aqueles economistas que faz tempo vem erroneamente reclamando um sistema de metas de inflação para resolver a inflação argentina atual e que tem provocado os chamados de alarme de outros colegas pelas potenciais consequências negativas sobre o emprego, a indústria e o setor externo (Abeles & Borzel, 2004; Curia, 2006). Infelizmente, seria objeto de outra pesquisa aprofundar nas consequências de um sistema de metas de inflação para a Argentina, mas só para mencionar, a experiência brasileira pode ser uma boa lição de como este sistema funciona de fato na realidade por meio de um mecanismo indireto de apreciação cambial (Barbosa-Filho, 2007; Serrano, 2010<sup>a</sup>).

Se eventualmente o BCRA se decide por um sistema de metas de inflação, talvez em alguns aspectos sua política monetária possa se apresentar mais *aggiornada* que as atuais metas quantitativas de M2. Mas sem dúvida, seriam mais modernas e muito mais prejudiciais para o desenvolvimento argentino, pois, como demonstramos, apesar dos problemas teóricos e empíricos das metas de M2 estas não constituem uma “regra” de política na Argentina, e, portanto não interferem sobre o controle da taxa de câmbio.

## **9. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Estas duas experiências argentinas tem mostrado uma riqueza conceitual digna de ser aproveitada pelos economistas e *policy makers*. O “laboratório” argentino demonstra que até em situações extremas como na Conversibilidade a base monetária não tem nenhum papel econômico determinante. O modelo Mundell Fleming com regime de câmbio fixo não opera, e a única forma razoável de analisar a economia monetária é através da abordagem da moeda endógena dando ênfase

na autoridade do banco central para fixar a taxa de juros pública no curto e no longo prazo.

Desta forma, um banco central que assuma em forma clara estas questões terá maiores chances para combater os problemas monetários decorrentes de uma economia em desenvolvimento com estruturais problemas de restrição externa e conflito social.

## CONCLUSÃO

Pouco menos de um ano antes do colapso da Conversibilidade, Alan Greenspan, como presidente da Reserva Federal, comentava às autoridades econômicas argentinas sua visão sobre a economia argentina pouco depois do “Blindaje” (acordo de resgate financeiro externo):

Es un sistema muy demandante desde el punto económico y político, pero también con extraordinarias posibilidades a largo plazo si uno consigue que ambas cosas funcionen bien. (diario La Nación, 06/02/2001)

Greenspan parecia depositar esperanças numa Conversibilidade para o longo prazo, mas por outro lado realçava a natureza “demandante” de crédito externo do regime argentino. O comentário do presidente do banco central “do mundo” era contraditório. No entanto, dez anos depois, agora no contexto na crise econômica e política dos Estados Unidos, como se fosse um verdadeiro defensor da “teoria estatal da moeda” Greenspan esclareceu sua visão sobre o problema de restrição externa:

The United States can pay any debt it has because we can always print money. So there is zero probability of default (NBC's Meet the Press, 07/08/2011)

A Argentina, como todos os países do mundo a exceção dos Estados Unidos, não tinha este privilégio. A Conversibilidade nunca podia ser sustentável no “longo prazo” enquanto aumentava sua dívida externa. Na verdade, *Argentina can't pay any debt it has because don't print dollars.*

Que os países não quebram na sua própria moeda e que os bancos não são obrigados a emprestar devem ser as premissas indispensáveis para qualquer

análise monetário. Assim, a expansão do crédito bancário e/ou do gasto público são as fontes primárias necessárias de expansão de poder de compra numa economia liderada pela demanda efetiva.

Tanto por meio do gasto público quanto pelo controle da taxa de juros pública de curto e longo prazo o Estado possui uma responsabilidade central no crescimento econômico e na distribuição numa economia liderada pelos gastos autônomos onde opera o multiplicador da renda e o acelerador do investimento através do supermultiplicador (Serrano, 1996)

O “laboratório” argentino demonstra que o caminho para o desenvolvimento requer um regime cambial competitivo e múltiplo; e uma taxa básica de juros que acompanhe este processo. Além disso, se deve planejar um processo de substituição de importações para evitar os problemas de balanço de pagamentos que não podem ser simplesmente solucionado administrando a taxa de câmbio ou o comércio exterior. Desta forma, a inflação deve ser tratada além da política monetária.

Em suma, uma abordagem da moeda endógena e taxa de juros exógena são requisitos teóricos fundamentais para o planejamento estatal do desenvolvimento argentino.

## REFERÊNCIAS

ABELES, M. BORZEL, M. Metas de Inflación: Implicancias para el desarrollo. Documento de trabajo, n. 1, 2004.

AGUIRRE, H.; BURDISSO, T. GRILLO, F. Hacia una estimación de la demanda de dinero con fines de pronóstico: Argentina, 1993-2005. Documentos de Trabajo, n. 11, 2006.

AMICO, F. Argentina 2002-2008: Ciclo económico, inflación y crecimiento. Revista de Economía Heterodoxa, v. 7, n. 10, 2008.

AMICO, F. FIORITO, A. Exchange rate policy, distributive conflict and structural heterogeneity: The Argentinean and Brazilian cases. In: International Conference Sraffa's Production of Commodities, 2010. Proceedings... 2010.

AMICO, F., FIORITO, A. HANG, G. Producto potencial y demanda en el largo plazo: hechos estilizados y reflexiones sobre el caso argentino reciente. Documento de Trabajo, n. 35, 2011.

ANASTASI, A., ELOSEGUI, P. SANGIÁCOMO, M. Determinantes de la tasa interbancaria de préstamos en Argentina. Documentos de Trabajo, n. 41, 2009.

ASPROMOURGOS, T. Interest as an Artefact of Self-Validating Central Bank Beliefs. Metroeconomica, 2007.

BANCO Central de la República Argentina. Carta Orgánica del B.C.R.A. – Ley 24.144. [s.l : s.n], 2007.

\_\_\_\_\_. Actualización de las metas del Programa Monetario. [s. l: s. n], 2010.

\_\_\_\_\_. Informe de Inflación. [s.l : s.n], 2011.

BANCO Central do Brasil . Relatório de Inflação. [s.l : s.n], 2011.

BARBA, Aldo. PIVETTI, Massimo. Rising Household Debt: Its Causes and Macroeconomic Implications – a long-period analysis. Cambridge Journal of Economics, 2008.

BARBOSA-FILHO, N.H. (2007) "Inflation targeting in Brazil: 1999-2006. International Review of Applied Economics, v. 22, n. 2, fev. 2008, p. 187-200.

BASCO, E., D'AMATO, L. GAREGNANI, L. Crecimiento monetario e inflación: Argentina 1970-2005. Documentos de Trabajo, n.13, 2006.

BASUALDO, E. Estudios de Histórica Económica Argentina: Desde mediados del siglo XX hasta la actualidad. 21. Ed. Buenos Aires, Argentina, 2006.

BEKER, V.A. ESCUDÉ, G.J. Vida, pasión y muerte de la Convertibilidad en Argentina. [s.l : s. n], 2007.

BLINDER, A. Is there a core of practical macroeconomics that we should all believe? *American Economic Review*, v. 87, n. 2, mai 1997, p. 240-243.

BLINDER, A. El Banco Central: Teoría y Práctica. Barcelona: Antoni Bosch Editor, 1999.

CALCAGNO, A. MANUELITO, S. Argentine convertibility: is it a relevant precedent for the dollarization process in Ecuador? *Estudios estadísticos y prospectivos*, n. 15, 2001.

CANAVESE, A. Convertibilidad en Argentina: Funcionamiento de una Caja de Conversión anclada al dólar. Valencia, España: [s. n], 2001.

CARVALHO, F.J.C. Mr Keynes and the Post Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy. Edward Elgar: Aldershot, 1992.

\_\_\_\_\_. Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa. *Revista de Economia Política*, v. 13, n. 3, p. 51, jul./set. 1993.

\_\_\_\_\_. Sobre a preferência pela liquidez dos bancos. [S.l] : Elsevier, 1999.

\_\_\_\_\_. Uncertainty and Money: Keynes, Tobin and Khan and the disappearance of the precautionary demand for money from liquidity preference theory. *Cambridge Journal of Economics*, v. 34, n. 4, 2010, p. 709-725.

CARVALHO, F.J.C [et al] *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CAVALLO, D.F. The quality of money. Paris: University of Paris I – Pantheon Sorbonne, 1999.

CAVALLO, D.F. MONDINO, G. Argentina's Miracle: From Hyperinflation to Sustained Growth. [s.l] : The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, 1996.

CURIA, E. Metas de inflación e política monetaria: Enfoque "canónico" e "alternativo", CASE. [s.l : s.n], 2006.

\_\_\_\_\_. El trilema monetario en la Argentina. Disponível em: <<http://sur.elargentino.com>> acesso em: 22 ago. 2010.

\_\_\_\_\_. El Banco Central no cambió su lógica. Disponível em: <<http://sur.elargentino.com>> Acesso em: 05 set. 2010.

\_\_\_\_\_. El Programa Monetario en la política económica general. Disponível em: <<http://sur.elargentino.com>> Acesso em: 25 jul. 2010.

DAMILL, M. Convertibilidad, capitales volátiles y estabilización. El papel de las finanzas del gobierno. *Revista de Economía Política*, v. 19, n. 1, jan./mar. 1999, p. 73.

DAVIDSON, P. *Financial Markets, Money and the Real World*. USA: Edward Elgar, 2002.

DIAMAND, M. La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio. *Desarrollo Económico*, v. 12, n. 45, 1972.

\_\_\_\_\_. Towards a change in the economic paradigm through the experience of developing countries. *Journal of Development Economics*, v. 5, n. 1, 1978 mar, p. 19-53.

DORNBUSCH, R. FISCHER, S. STARTZ, R. *Macroeconomía*. 9 Ed. Madrid: McGraw-Hill, 2004.

ENNIS, H.M. WEINBERG, J.A. A model of stigma in the Fed Funds Market. Working Paper 09-59, Universidad Carlos III de Madrid, 2009.

ESCUDE, G. GRUBISIC, E.M. La relación entre el nivel de actividad económica, los requisitos mínimos de liquidez y otros mecanismos de liquidez en la coyuntura económica. Documento de Trabajo, n. 13, 2000.

FIORITO, A. El Crowding out y las herejías del déficit fiscal con deuda pública. [s. l: s. n], 2009.

FONTANA, G. Post Keynesian Approaches to Endogenous Money: a time framework explanation. *Review of Political Economy*, v. 15, n. 3, jul. 2003.

FRENKEL, R. Decisiones de precios en alta inflación. *Desarrollo Económico*, v. 19, n. 76, 1979.

\_\_\_\_\_. The sustainability of sterilization policy. [s.l] : CEPR, 2007.

FRENKEL, R. RAPETTI, M. Argentina's Monetary and Exchange Rate Policies After the Convertibility Regime Collapse. Argentina: CEPR, 2007.

FRIEDMAN, M. The role of Monetary Policy. *The American Economic Review*, v. 58, n. 1, mar. 1968, p. 1-17.

\_\_\_\_\_. Factors Affecting the Level of Interest Rates. In: Conference on Saving and Residential Financing, Chicago, United States, 1969. Proceedings... Chicago, United States, 1969.

\_\_\_\_\_. A Theoretical Framework for Monetary Analysis. *The Journal of Political Economy*, v. 78, n. 2, mar. / abr. 1970, p. 193-238.

GABBA, E. Canales de transmisión de la política monetaria y cambiaria en Argentina. [s.l.] : BBVA-Bco Francés, 2006.

GAREGNANI, P. Notes on Consumption, Investment and Effective Demand. Cambridge Journal of Economics, v. 3, n. 2, 1979, p. 181-187.

HANKE, S.H. SCHULER, K. A dollarization blueprint for Argentina”, Friedberg’s Commodity and Currency Comments Experts. [s. l : s.n], 1999.

HICKS, J. The Crisis in Keynesian Economics. Oxford: Basil Blackwell, 1974.

HILDEGART, A.A. GAREGNANI, M.L. Forecasting a monetary aggregate under instability: Argentina after 2002. Economics Seminars, n. 108, ago. 2009.

IÑIGO CARRERA, J. Estancamiento, crisis y deuda externa. Evidencias de la especificidad del capitalismo argentino. [s.l : s.n], 2002.

KALDOR, N. The Scourge of Monetarism. 2 Ed. [s.l.] : Oxford University Press, 1982.

KALECKI, M. The principle of increasing risk. Economica, v. 4, n. 16, n. 1937.

\_\_\_\_\_. Theory of Economic Dynamics. Londres: Allen & Unwin, 1954.

\_\_\_\_\_. Luta de classe e distribuição da renda nacional. In: Crescimento e ciclo das economias capitalistas. [s.l.] :Hucitec, 1971.

KEYNES, J.M. A Treatise on Money. [s.l.] : MacMillan, 1930.

\_\_\_\_\_. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. São Paulo: Atlas, 2009.

\_\_\_\_\_. Ex Post e Ex Ante. [s.l.] : MacMillan, 1973.

KIGUEL, M.A. The Argentine Currency Board. Argentina : [s.n], 1999.

KREGEL, J. Minsky’s cushions of safety. Economics Public Policy Brief Archive, jan. 2008.

LAVOIE, M. Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis. Canada : Edward Elgar, 1992.

\_\_\_\_\_. A moeda em um programa de pesquisa comun para os pós-keynesianismo e o neo-ricardianismo. Revista de Economia Política, v. 12, n. 3, jul./set. 1992.

\_\_\_\_\_. Loanable Funds, Endogenous Money and Minsky’s Financial Fragility Hypothesis. In : Money, Financial Institutions and Macroeconomics. [s.l.] : Kluwer Academic Publishers / Springer, 1997.

\_\_\_\_\_. The reflux mechanism in the open economy. In: Credit, interest rates and the open economy: essays on horizontalism. [s.l.] : Edward Elgar, 2001. p. 215-242.

\_\_\_\_\_. A fully coherent post-Keynesian model of currency boards. [s.l.] : University of Ottawa, 2003.

\_\_\_\_\_. Endogenous money: accommodationist. In: Handbook of Alternative Monetary Economics. [s.l.] : Edward Elgar Publishing, 2005.

LAVOIE, M. RODRIGUEZ, G. The 'compensation' thesis, as exemplified by the case of the Chinese central bank. [s.l.] :University of Ottawa, 2006.

MARX, K. El Capital: Crítica de la economía política. 2. Ed. México: Fondo de Cultura Económica, 1999.

McCALLUM, B.T. The use of policy rules in monetary policy analysis. [s.l. : s. n], 2002.

MEIRELLES, A. J. Moeda endógena e a teoria monetária da produção. Revista de Economia Política, v. 15, n. 3, jul. / set. 1995, p. 59.

MINSKY, H. John Maynard Keynes. [s.l.] : Columbia University Press, 1975.

\_\_\_\_\_. Estabilizando uma economia instável. [s.l.] : Novo Século, 2010.

MISHKIN, F.S. De metas monetarias a metas de inflación: Lecciones de los países industrializados. [s. l] : Banco de México, 2000.

\_\_\_\_\_. The economics of money, banking, and financial markets. 7. Ed. [s.l.] : Pearson, 2004.

MOORE, B. Horizontalists and Verticalists: The macroeconomics of credit money. [s.l.] : Cambridge University Press, 1988.

NOGUEIRA DA COSTA. (Im)propriedades da moeda. Revista de Economia Política, vol. 13, n.2, abr. / jun., p. 50.

\_\_\_\_\_. Sobre o "horizontalismo" da oferta de moeda: tréplica ao professor Cardim de Carvalho. Revista de Economia Política, v. 14, n. 1, jan./ mar. 1994, p. 53.

O'CONNELL, A. The recent crisis of the argentine economy: some elements and background. In: METU Conference, Ankara, set. 2002. Proceedings... Ankara, set. 2002.

PALLEY, T.I. Beyond endogenous money, toward endogenous finance. [s.l. : s.n], 1992.

PESCE, M.A. Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies: what is new? BIS papers, n. 35, 2008.

PETRI, F. Critical Notes on Kalecki's Theory on Investment. In: Growth Theory: Investment and Technological Change. [s.l. : s.n], 1993.

PIVETTI, M. Monetary endogeneity and non-neutrality in a sraffian perspective. In: Interest Rates and Open Economy: Essays on Horizontalism. [s.l.] : Edward Elgar, 2001.

POSSAS, M. Para uma releitura teórica da Teoria Geral. Campinas, São Paulo: Unicamp, 1986.

RAPOPORT, M. Historia económica, política y social de la Argentina (1880-2000). Buenos Aires: Ediciones Macchi, 2000.

REDRADO, M. [et al]. La política económica de acumulación de reservas: nueva evidencia internacional. Estudios BCRA, n. 2, 2006.

RODRIGUEZ, C.A. Ensayo sobre el Plan de Convertibilidad. CEMA Working Papers: Serie Documentos de Trabajo, n. 105, jun. 1995.

ROMER, D. Keynesian macroeconomics without the LM curve. Journal of Economic Perspectives, v. 14, n. 2, set./nov. 2000, p. 149–169.

ROWTHORN, B. Conflict, Inflation and Money. Cambridge Journal of Economics, v. 1, n. 3, 1977, p. 215-239.

SANTOS, P.L. dos. "At the Heart of the Matter: Household Debt in Contemporary Banking and the International Crisis", Research on money and finance. Discussion paper, n. 11, 2009.

SCHULER, K. Ignorance and influence: U.S. economists on Argentina's depression of 1998-2002. Econ Journal Watch, v. 2, n. 2, ago. 2005, p. 234-278.

SCHVARZER, J. FINKELSTEIN, H. Reconstruyendo el mercado: EL BCRA y la emisión de Lebac. Notas de Coyuntura, n. 10, 2003.

SERRANO, F. The Sraffian Supermultiplier. Cambridge, Inglaterra: Universidade de Cambridge, 1996.

SERRANO, F. A Soma das Poupanças determina o Investimento? [s.l.] : Archetypon, 2000.

\_\_\_\_\_. Equilíbrio neoclássico de mercado de fatores: um ponto de vista sraffiano. Ensaos FEE, v. 22, n. 1, 2001.

\_\_\_\_\_. A política monetária e a abordagem da taxa de juros exógena. Rio de Janeiro: IE-UFRJ, 2002.

\_\_\_\_\_. Dolarização na America Latina. [s.l. : s.n], 2003.

\_\_\_\_\_. Notas Sobre o Ciclo: A Tendência e o Supermultiplicador. Rio de Janeiro: IE UFRJ, 2004.

\_\_\_\_\_. Histéresis, dinámica inflacionaria y el supermultiplicador Sraffiano. Seminarios Sraffianos, n. 2, 2006.

\_\_\_\_\_. Los Trabajadores Gastan lo que no Ganan. Kalecki y la Economía Americana. Circus - Revista argentina de economía, v. 1, n. 3, 2008.

\_\_\_\_\_. A Economia Americana, o Padrão Dólar Flexível e a Expansão Mundial nos Anos 2000". In: O Mito do Colapso do Poder Americano. Rio de Janeiro: Record, 2008.

\_\_\_\_\_. Taxa de juros, taxa de câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil. Revista de Economia Política, v. 30, 2010, p. 1.

SERRANO, F. TAVARES RIBEIRO, R. Notas críticas sobre a curva de demanda agregada. Economia-Ensaio, v. 18, n. 2 /v. 19, n. 1, jul./dez. 2004, p. 123-143.

SERRANO, F. SUMMA, R. Mundell-Fleming sem a curva LM: a taxa de juros exógena na Economia Aberta. Rio de Janeiro: IE-UFRJ, 2011.

SRAFFA, P. Produção de Mercadorias por Meio de Mercadorias: prelúdio a uma crítica da teoria econômica. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

SETTERFIELD, M. An Essay on Horizontalism, Structuralism and Historical Time, s/d, 2007

SUMMA, R. Um modelo alternativo ao "novo consenso" para economia aberta. Tese de doutorado IE-UFRJ, 2010.

TADEU LIMA, G. MEIRELLES, J.A. Mark-up bancário, conflito distributivo e utilização da capacidade produtiva: Uma macrodinâmica pós-keynesiana. [s.l : s.n], 2001.

TAYLOR, J.B. A Historical Analysis of Monetary Policy Rules. In: Monetary Policy Rules. Chicago: U. of Chicago Press, 1999.

TOBIN, J. Friedman's theoretical Framework. [s.l] : Yale University, 1971.

WRAY, R. Alternative Theories of the Rate of Interest. Cambridge Journal of Economics, v. 16, n. 1, mar. 1992, p. 69-89.

TODESCA, J. ACOSTA ORMAECHEA, S. Las perspectivas de financiamiento de mediano y largo plazo. [s.l : s.n], 2003. Apresentação de Power Point.

VERNENGO, M. BRADBURY, M. The limits to dollarization in Ecuador: Lessons from Argentina. American Sociological Association, v. 27, n. 2, 2011, p. 447-462.

WIERZBA, G. & GOLLA, J. La regulación bancaria en Argentina durante la década del noventa. Documento de Trabajo, n. 3, 2005.

WOLFSON, M. H. A Post keynesian theory of credit rationing. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 18, n. 3, 1996.

WRAY, R. *Understanding modern money: The key to full employment and price stability*. [s. l.] : Edward Elgar, 1999.