

## Mecanismos de transmissão das políticas monetárias: uma investigação sobre ação e efeitos

Monetary Policy Transmission Mechanisms: an investigation into action and effects

Eduardo Strachman<sup>a</sup>

**Resumo:** O artigo busca compreender os mecanismos de transmissão da política monetária e se resultam nos efeitos desejados. Definimos e detalhamos os mecanismos de transmissão da política monetária. Mostramos mudanças recentes no conhecimento sobre economia monetária. Salientamos que Bancos Centrais (BC) modernos determinam juros como mecanismo fundamental de política monetária, em vez de metas para agregados monetários. Esclarecemos os canais através dos quais a política monetária se transmite e expomos a efetividade diferenciada dos mecanismos de transmissão da política monetária, conforme a fase do ciclo, investigando os impactos e a endogeneidade aos ciclos dos riscos, não conduzindo a qualquer ótimo.

**Palavras-chave:** Economia Monetária; Política Monetária; Mecanismos de Transmissão.  
**Classificação JEL:** E44. E5. E58.

**Abstract:** The article aims to understand the monetary policy transmission mechanisms and whether they result in the aimed effects of the policy. We define and detail these monetary policy transmission mechanisms, showing some recent changes in monetary economics. We emphasize that modern Central Banks (CB) use interests as their fundamental mechanism for monetary policies, instead of goals for some monetary aggregates. We clarify the transmission channels of monetary policies, exposing the differentiated effectiveness of the monetary policy transmission mechanisms, according to the phase of the business cycle, analyzing impacts and endogeneity of risks in relation to these phases, without leading to an optimum.

**Key-words:** Monetary Economics; Monetary Policy; Transmission Mechanisms.  
**JEL Classification:** E44. E5. E58.

---

<sup>a</sup> Professor Associado de Economia da FCL/Ar/Unesp. E-mail: [eduardo.strachman@gmail.com](mailto:eduardo.strachman@gmail.com)

## 1. Introdução

Mecanismos de transmissão de política monetária muitas vezes não são bem compreendidos, seja em seu funcionamento, seja em como ocorrem seus efeitos sobre vários agentes econômicos, setores, países como um todo.<sup>2</sup> Um objetivo fundamental deste artigo é, então, compreender como determinadas políticas monetárias resultam, ou não, nos efeitos desejados e com a intensidade almejada, dado que as perenes transformações estruturais e institucionais nas economias tanto a nível nacional quanto internacional têm impacto sobre esses resultados (Boivin et al., 2010).

Procuraremos mostrar algumas mudanças recentes ocorridas no conhecimento sobre economia e política monetária, principalmente em comparação com a visão convencional, predominante, a respeito destes temas.<sup>3</sup> Para isso, usaremos autores de várias escolas – sobretudo pós-keynesianos e neokeynesianos – desde que ajudem a compreender os muitos meios de transmissão das políticas monetárias, mas com absoluto destaque para os pós-keynesianos, dada sua inabalável ênfase sobre a incerteza no sentido fundamental ou forte, i.e, não passível de cálculos probabilísticos de risco (Dequech, 2011).

O objetivo principal desse artigo estritamente teórico – e, possivelmente, seu maior traço de originalidade – está na concentração de toda uma série de efeitos da política monetária, via seus mecanismos de transmissão, em um **único artigo**, o que não se encontra com facilidade, ainda mais com uma ênfase pós-keynesiana. Assim, uma vez mais, ainda que também se usem autores de outras escolas, especialmente os neokeynesianos, em momento algum se desvia o foco do ponto de vista pós-keynesiano.

Alguns dos objetivos e tópicos analisados podem ficar mais claros com uma breve descrição das seções nas quais o artigo se divide: na próxima parte, definimos o que são mecanismos de transmissão da política monetária, mostrando, na seção subsequente, algumas características dos mecanismos e canais de transmissão dessa política, como a não estabilidade da relação entre moeda e renda, ou mesmo entre moeda e outras variáveis, como preços, juros, etc. Salientamos, a partir desta constatação, que Bancos Centrais modernos, desde os anos 1980, passaram a determinar taxas de juros (ou seja, um preço) como mecanismo fundamental de política monetária, em vez de perseguir metas para algum agregado monetário (M1, M2, M3, M4, etc.). Adicionalmente, detalhamos os principais canais por meio dos quais a política monetária se transmite, como os de juros (de curto ou longo prazos), crédito, balanços, moeda, assim como, de uma maneira geral, a sequência como se dá tal transmissão, a qual tem, logicamente, que ser matizada por meio de estudos empíricos – o que não é realizado neste artigo – para países e épocas específicos.

---

<sup>2</sup> Os mecanismos de transmissão internacionais de políticas monetárias, no caso de países com moedas capazes de ter impactos neste âmbito, não serão tratados neste artigo, até por falta de espaço.

<sup>3</sup> Para um bom *survey* sobre a visão das várias escolas sobre o assunto, cf. Fonseca e Curado (2012).

No quarto item, expomos como mecanismos de transmissão da política monetária diferenciam-se, em sua efetividade, conforme a fase do ciclo econômico. Posteriormente, analisamos alg<sup>4</sup>uns impactos que os riscos representam para estes mecanismos de transmissão, mostrando como alguns desses riscos e posições relacionadas à liquidez são endógenos aos ciclos, não conduzindo a qualquer ótimo, o que se conecta à noção forte/fundamental de incerteza, mencionada anteriormente. Por fim, no último item, tecemos algumas breves conclusões.<sup>4</sup>

## 2. Definição de Mecanismos de Transmissão da Política Monetária

De acordo com Ireland (2008:1), o “mecanismo de transmissão monetária descreve como mudanças no estoque nominal de moeda ou na taxa de juros nominal de curto prazo, induzidas pela política [econômica], têm impacto sobre variáveis reais, como o produto agregado ou o emprego”.<sup>5</sup> Segundo o Banco Central Europeu (ECB, s.d.): “Este é o processo através do qual as decisões de política monetária afetam a economia em geral e o nível de preços em particular. O mecanismo de transmissão caracteriza-se por defasagens longas, variáveis e incertas. Portanto, é difícil prever o efeito preciso das ações da política monetária sobre a economia e o nível de preços”. E o Financial Times [s.d.], por sua vez, assim a define: “a transmissão monetária se refere ao processo pelo qual as decisões de política monetária de um Banco Central são repassadas, através dos mercados financeiros, a firmas e famílias”.

Vale dizer, os mecanismos de transmissão monetária referem-se aos modos através dos quais as decisões que dizem respeito à política monetária – sejam elas concernentes a estoque de moeda, taxas de juros, condições de crédito, ou até mesmo câmbio, entre outras – influenciam variáveis como gastos, preços, produto, emprego, etc., ou mesmo

---

<sup>4</sup> É importante destacar que buscamos, no artigo, por meio de uma ampla revisão da literatura, expor todo o conjunto de mecanismos de transmissão das políticas monetárias, a fim de abranger todos (ou quase) os resultados que poderiam provir de mudanças nestas políticas, sobretudo por meio de modificações nos juros e nas condições de crédito. Não hierarquizamos estes mecanismos de transmissão e essas consequências, pois para fazê-lo teríamos que entrar em detalhes excessivos, dependentes da composição de específica de cada caso – por exemplo, a respeito de condições como taxas de inflação, Balanço de Pagamentos, transações correntes, participação de exportações e importações no PIB, endividamento de empresas e famílias, etc. – o que fugiria e ultrapassaria o escopo do presente artigo, ainda que podendo ser tema de pesquisas futuras. Ao mesmo tempo, esta postura mais “holística” – pois não hierarquiza quais consequências seriam mais, ou menos, importantes, ao mesmo tempo em que se procura analisar (quase) todas elas, sem exceção – segue o método de Keynes, como podemos ver, por exemplo, em sua discussão sobre os possíveis impactos de variações salariais sobre preços e produto (Keynes, 1936; Dequech, 1998: Cap. 10).

<sup>5</sup> Em sentido similar, Borio e Zhu (2012:236, n. 2) apontam que “o mecanismo de transmissão é definido estritamente, a fim de incluir os canais através dos quais os impulsos monetários afetam os gastos. Exceto para os casos onde a distinção é necessária, nós, então, excluimos os fatores que afetam a divisão entre preços e produto.” Todas as traduções utilizadas nesse artigo foram realizadas por seu autor.

expectativas, para muitos as principais variáveis a serem consideradas, modernamente, para uma política monetária bem-sucedida (Boivin et al., 2010).

### 3. Características dos Mecanismos e Canais de Transmissão da Política Monetária

Ao contrário de explicações mais simplistas, contudo – e como já havia apontado Keynes (1936) – não há estabilidade entre moeda e renda, entre outros motivos, porque a “maior parte das transações são trocas de ativos e não há razão a priori para uma relação estável entre transferências de ativos e fluxos de renda – pelo contrário, há fortes razões a priori para que, durante o ciclo econômico, esta relação possa mudar”<sup>6</sup> (Stiglitz e Weiss, 1992:184). Isto implica, em termos de política monetária,<sup>7</sup> que variações na quantidade de moeda não têm como consequência automática – isto é, sem outras mediações – alterações em quantidades produzidas, vendidas (produto e renda), preços (Miranda, 1992; Ireland, 2008) ou mesmo taxas de juros (Lavoie, 2014:208-209, 221). Também por conta disso, muitos Bancos Centrais modernos, incluindo o Federal Reserve, têm se concentrado sobre “uma meta para a taxa de juros nominal de curto prazo, em oposição a qualquer medida quanto à oferta de moeda.” (Ireland, 2008:2).<sup>8</sup>

Esta transmissão se dá via canal das taxas de juros e/ou de maior/menor facilidade de crédito (Stiglitz e Weiss, 1992), pois uma elevação dos juros de curto prazo e/ou maiores dificuldades de obtenção crédito devem conduzir também a um aumento dos juros de longo prazo (Carvalho, 2005:328-329), dado que os aplicadores arbitram para se adaptarem a esta alteração das rentabilidades, ajustadas a risco, em relação a todo um conjunto de ativos (Boivin et al., 2010:7,9, Lavoie, 2014:198; Terra e Arestis, 2017). Mudanças nas taxas de longo prazo são mais efetivas em seus impactos sobre investimentos e crescimento

---

<sup>6</sup> Note-se a semelhança entre esta explicação e aquela do *Treatise on Money* (Keynes, 1930), em que Keynes divide o “circuito monetário” entre circulação financeira e circulação industrial. A moeda teria implicações sobre produto e inflação apenas em suas operações no circuito industrial: “A variação do nível de liquidez na circulação financeira não tem nenhum efeito óbvio sobre a inflação, dado que este circuito não está ligado à realização de transações com bens e serviços. O impacto da política aqui se dá sobre o preço dos ativos financeiros (e, portanto, sobre as taxas de juros) e, daí, sobre o investimento em ativos reais. Apenas parte da variação de reservas induzida pelo banco central afeta a circulação industrial.” (Carvalho, 2005:331). Poderíamos adicionar conclusões similares em outro estudo seminal sobre moeda, como em Marx ([1894] 1985:Cap. 28).

<sup>7</sup> Em conjunto com outros fatores, como, entre outros, o total de crédito tomado pelos vários agentes econômicos, o destino dado a este crédito e a fontes próprias, i.e., não emprestadas, de liquidez, etc. O total de crédito tomado pelos agentes (“multiplicador”), é claro que não é automático, ou máximo, como normalmente aparece nos manuais – cf., por exemplo, Lavoie (2010), em sua comunicação com economistas do Federal Reserve, que reconhecem que o multiplicador bancário não necessariamente é máximo, ou seja, automático, sendo o artifício da automaticidade apenas uma simplificação para “graduandos”, a qual, no entanto, induz a equívocos, muitas vezes perpétuos, na compreensão de economia e política monetárias de economistas e não economistas.

<sup>8</sup> Ver também Fontana (2004), Lavoie (2010; 2014:218) e Fullwiler (2014:177) e, para o Banco da Inglaterra, McLeay et al. (2014:15, 21, 25).

econômico, mas também apresentam efeitos sobre a demanda de consumo durável, sobretudo os de maior valor (automóveis, residências, etc. – Bernanke e Gertler, 1995; Ireland, 2008:3).<sup>9</sup> Porém, Stiglitz e Weiss (1992:185) apontam que [uma]:

política monetária pode ser contracionista (expansiva), mesmo que a taxa de juros média cobrada de tomadores mude pouco ou, na realidade, diminua (aumente). De uma maneira mais geral, nosso modelo sugere que nenhum dos alvos intermediários frequentemente propostos para a política monetária – taxas de juros ou oferta de moeda – podem estar relacionados mais proximamente com aquilo em que o governo está fundamentalmente interessado e, consequentemente, estes alvos intermediários somente deveriam ser utilizados com mais cautela.<sup>10</sup>

Isso significa que se deve também analisar com mais cuidado as relações entre medidas básicas de política monetária e seus eventuais efeitos. Ademais, variações nos juros, via operações de arbitragem, tendem a resultar em mudanças nos fluxos de capitais e no câmbio, acarretando também impactos sobre variáveis relevantes para a política econômica.

Boivin et al. (2010:14-15) analisam esta relação, ainda que de maneira um pouco simplista, por meio do canal da taxa de câmbio. Eles investigam os efeitos de uma depreciação da moeda sobre outras variáveis, com maior atenção sobre os impactos desta taxa sobre as exportações líquidas, os quais dependem de dois fatores: a) a sensibilidade da taxa de câmbio a movimentações de capitais e, adicionamos,<sup>11</sup> a) a destes capitais a diferenciais de taxas de juros, ajustados a risco; e b) os efeitos da taxa de câmbio sobre exportações líquidas, o qual é maior para países pequenos. A isto se devem agregar ao menos dois detalhes importantes, que eles não mencionam: c) a condição Marshall-Lerner, muitas vezes colocada em dúvida, por exemplo, para os EUA, e que não deve ser suposta válida sem discussão e alguma corroboração empírica (Davidson, 1994; Wray, 1998), condição normalmente negligenciada por economistas do *mainstream*;<sup>12</sup> e d) as consequências das variações do câmbio sobre os preços e, portanto, a inflação. Ou seja, há

---

<sup>9</sup> As taxas de juros de longo prazo, como se sabe, são as mais adequadas para realizar os cálculos de aplicação de capital de longo prazo, como é o caso dos investimentos. É claro que, neste sentido, a política monetária deve também tentar influenciar as expectativas quanto a estas taxas de juros, encaminhando-as na direção adequada. Afinal, como em Keynes (1936),  $r = f(M, \text{Pref. L})$ , o que significa que a taxa de juros é uma função não só da quantidade de moeda, mas também da preferência pela liquidez, i.e, das expectativas de emprestadores e tomadores quanto aos juros futuros.

<sup>10</sup> Em sentido similar, Boivin *et al.* (2010:2) postulam uma possível direção inversa à usualmente imaginada entre taxas de juros e crescimento econômico, vale dizer, um aumento das taxas de juros de curto prazo poderia ser visto, ao menos por um leigo, como favorável a este crescimento. Ver também Carvalho (2005:330).

<sup>11</sup> É claro que devemos ter em mente – para esta “sensibilidade” – a disposição da política monetária em manter certa taxa de câmbio ou banda ou, alternativamente, em deixar o mercado determiná-la. Vale dizer, esta “sensibilidade” tende, modernamente, a não ser nada “natural”, podendo ser modificada caso os gestores da política monetária (e cambial) resolvam agir mais fortemente em um sentido ou outro, ou seja, adotando uma maior, ou menor, intervenção no mercado de câmbio. Ver, por exemplo, Vasconcelos (1998).

<sup>12</sup> Para uma discussão mais aprofundada sobre este termo, cf. Dequech (2018).

que se verificar os impactos completos de variações nos juros sobre a movimentação de capitais e a desta entrada e saída sobre preços, produto, emprego e Balanço de Pagamentos (transações correntes e de capitais).

Ireland (2008:3) e Boivin et al. (2010:9-10) mostram efeitos das modificações dos juros de curto prazo sobre o  $q$  de Tobin – a relação entre preços de ações de uma empresa e o valor da aquisição, no mercado, de um conjunto de ativos reais similares aos daquela mesma empresa. Destarte, aumentos dos juros de curto prazo tendem a tornar aplicações financeiras mais atraentes, comparativamente, induzindo a quedas no preço das ações, o que resulta em encarecimento dos investimentos para as empresas pelas duas vias, empréstimos (juros mais altos) e mercado de capitais (“mais ações”, para uma mesma quantidade de “dinheiro novo”). Além disso, o  $q$  de Tobin, em queda, devido à redução dos preços das ações, que tende a ser maior do que o dos ativos reais, igualmente não favorece os investimentos. O mercado acionário em queda tende, adicionalmente, a ter implicações também sobre a riqueza e, então, sobre o consumo das famílias (Ireland, 2008:3-4; Boivin et al., 2010:9-10) ou mesmo sobre gastos autofinanciados de empresas, detentoras de ações de terceiros.

Logo, como vimos, um ponto essencial é avaliar a sensibilidade dos efeitos de mudanças na taxa de juros de curto prazo sobre as variáveis relevantes – investimento, consumo, crescimento econômico, emprego, preços, etc. – não postulando automaticamente uma determinada funcionalidade e efeito “certo” para o uso deste instrumento tradicional e, para muitos,<sup>13</sup> central, para a política monetária, mas com custos (potencialmente) elevados sobre algumas dessas variáveis, ao menos no “curto prazo” (Svensson, 2005). Por exemplo, Bernanke e Gertler (1995) e Boivin et al. (2010:11-12) questionam conclusões a priori quanto aos efeitos deste instrumento, dada a baixa elasticidade a ele dos investimentos, incluindo residenciais, nos EUA, e o mesmo para a Zona do Euro.<sup>14</sup>

Bernanke e Gertler (1995) dividem em dois os canais de transmissão da política monetária: a) balanços; e b) empréstimos bancários. Quanto ao primeiro, mais conectado ao lado da demanda por crédito, a política monetária afeta fatores como: 1) ativos, passivos e patrimônio líquido dos tomadores potenciais<sup>15</sup> e, com isso, a necessidade total de crédito

---

<sup>13</sup> Sobretudo os adeptos mais (ou menos) radicais do “Novo Consenso” macroeconômico – cf. Bibow, 1999; Mendonça, 2001. Em forte, mas consistente, oposição, Wray e outros pós-keynesianos propõem taxas de juros muito baixas e constantes, transferindo-se (quase) toda a parte ativa da política econômica para a política fiscal. Ver, por exemplo, Wray (1998; 2015) e Lavoie (2014:236-238). Wray aponta para o efeito **desfavorável** da taxa de juros sobre os custos das empresas e, então, possivelmente, sobre os preços (vale dizer, sobre a oferta), no sentido de seu aumento, ainda que esta possa atuar **favoravelmente** sobre a demanda e sobre os preços, i.e., no sentido de sua redução. Neste caso, portanto, teríamos que verificar qual das duas inclinações (elasticidades) das curvas é maior, somadas ao deslocamento das curvas, para conhecer se o efeito completo de um aumento dos juros sobre a inflação é favorável ou desfavorável.

<sup>14</sup> E também para o caso brasileiro, para o qual vários autores (Sayad, 2014; Strachman, 2013; de Paula e Saraiva, 2015) mostram custos elevadíssimos – por exemplo, em termos de investimento, produto e emprego – com o uso acrítico deste instrumento.

<sup>15</sup> Mas também dos emprestadores (“bancos”), como veremos a seguir, quando tratarmos do segundo canal de transmissão, o dos empréstimos bancários.

necessária ou desejada (a partir da mudança nos preços e/ou na rentabilidade comparada, devido à própria política monetária, de ativos e passivos destes tomadores potenciais – Minsky, 1982), além das condições de oferta (juros, prazos e garantias) para estes créditos, devido a estas mesmas modificações.<sup>16</sup> Por exemplo, uma elevação dos juros implica maiores pagamentos para tomadores de curto prazo (ou mesmo de longo), com taxas flutuantes. Ademais, juros elevados tendem a reduzir o preço dos ativos, diminuindo, assim, o valor do colateral, além de poderem causar queda nas vendas e receitas (Bernanke e Gertler, 1995:36), em sentido parecido com o que vimos, quando da análise do  $q$  de Tobin.

Borio e Zhu (2012:237, n. 3), de forma semelhante a essa estrutura de Bernanke e Gertler (1995), apontam para dois canais de transmissão dentro do arcabouço monetarista: a) o canal do crédito, que se refere à primeira rodada de consequências de um corte (ou aumento) dos juros, a partir de efeitos sobre empréstimos do sistema bancário, e que têm impacto sobre (planos de) gastos; e b) o canal da moeda, que concerne os efeitos secundários sobre os gastos de um excesso (ou escassez) de oferta de moeda criada como um subproduto dos empréstimos bancários, a partir de uma tentativa de os bancos atingirem uma posição de equilíbrio – i.e., no caso destes aurores – “ótima”, para certas condições instáveis e cambiantes, em seus portfólios. Contudo, este segundo canal é considerado mais frágil do que o primeiro, à medida em que os bancos ajustariam também seus passivos (e ativos) não-monetários.

Outro canal sublinhado por Borio e Zhu (2012:237) é o da tomada de risco (“risk-taking channel”):

Tanto direta quanto indiretamente, mudanças nas taxas de juros e as características da função de reação do Banco Central podem influenciar a tomada de risco, por afetar percepções de risco e tolerância ao risco. (...) nosso ponto não é, e não pode ser, que o canal de tomada de risco seja o mais importante... para a política monetária, longe disso. É simplesmente que sua exploração nos daria um entendimento mais completo do mecanismo de transmissão, especialmente porque sua proeminência deve ter aumentado no rastro de liberalização e inovação financeiras a das mudanças nas estruturas prudenciais.(...) O argumento é que há uma interação endógena entre a função de reação e a força e forma cumulativas da cadeia de transmissão.... Como resultado, mesmo efeitos ‘localmente lineares’ poderiam contribuir para dinâmicas ‘globalmente não

---

<sup>16</sup> Vale a pena ler detalhadamente o argumento original (Bernanke e Gertler, 1995:35): “Particularmente, quanto maior for o valor líquido do tomador – definido operacionalmente como a soma de seus ativos líquidos e de seu colateral comercializável – menor deve ser o prêmio por financiamento externo. Intuitivamente, uma posição financeira mais forte (um maior valor líquido) permite a um tomador reduzir seu conflito de interesse potencial com o prestador, seja por autofinanciar uma maior parte de seu projeto de investimento ou aquisição, seja por suprir mais colateral, a fim de garantir as obrigações que emite. Este *insight* básico fundamenta muitos dos arranjos financeiros do mundo real, como as requisições para que tomadores atinjam certas *ratios* financeiras; depositem colateral e/ou realizem adiantamentos [*down payments*].

Uma vez que as posições financeiras dos tomadores afetam o prêmio financeiro externo e, portanto, os termos gerais... de crédito, flutuações na qualidade dos balanços dos tomadores devem similarmente afetar suas decisões de investimento e de gasto.” Em sentido semelhante, devemos recordar do princípio do risco crescente de Kalecki (1954) ou alguns desenvolvimentos similares de Keynes (cf. Carvalho, 1999).

lineares' na economia, na forma de ciclos auge-recessão, possivelmente acompanhados por sérias tensões financeiras – uma forma de... resultados de baixa probabilidade, mas elevados custos.

Este canal, como vimos, pode se expressar seja pelo lado da demanda por crédito – via balanços de (potenciais) tomadores e avaliações destes quanto a riscos e tolerâncias – seja via este mesmo tipo de avaliação, mas do lado dos ofertantes de crédito, os quais tendem também, como visto, a mudar sua avaliação dos riscos representados por estes demandantes de crédito, a partir de mudanças nas políticas monetárias.

Retomando a análise anterior de Bernanke e Gertler (1995), e já no tocante ao canal dos empréstimos bancários, mais relacionado ao lado da oferta, a política monetária afeta a rentabilidade bancária (Carvalho, 1999; Alves Jr. et al., 2008; Zendron, 2006) ou mesmo de outros financiadores, como, mais modernamente, o chamado shadow banking (Nersisyan e Dantas, 2017). De fato, variações na taxa básica de juros e/ou nas condições de crédito (depósitos compulsórios; taxas de redesconto, caso haja necessidade de recorrer ao Banco Central; etc.) devem implicar em mudanças na rentabilidade relativa de empréstimos realizados a vários tipos de agentes, também quando comparada à aquisição de certas classes de ativos, como títulos públicos, etc. (Zendron, 2006). Isto pode levar empresas mais dependentes de créditos bancários, para seu financiamento – por exemplo, as micro, pequenas e médias empresas (MPMEs) e as de setores com receitas provenientes da venda de bens de maior valor (construção civil e outros bens duráveis, como automóveis) – a terem de pagar juros mais elevados em seus empréstimos.<sup>17</sup> Estes podem ainda ser concedidos em condições menos favoráveis, em termos de prazos e garantias, até mesmo excluindo tais empresas, temporariamente, do mercado de crédito bancário, podendo, desta maneira, forçá-las a recorrer a créditos não-bancários ou a ficar sem alternativa, dado que o financiamento direto, como o lançamento de ações, títulos ao mercado, etc., pode-se mostrar inviável para tais agentes.<sup>18</sup> Mesmo com mudanças mais recentes, considerando desenvolvimentos em prazos mais longos, que minoraram a importância do crédito bancário, em relação ao não-bancário, o canal do crédito bancário permanece como extremamente relevante, inclusive por sua influência sobre o próprio mercado não-bancário de crédito (Bernanke e Gertler, 1995:42).

Para Gertler e Gilchrist (1993:62), a maior diferença, no que se refere a crédito, estaria entre MPMEs e empresas maiores, e não entre crédito bancário e não bancário. Eles

---

<sup>17</sup> Gertler e Gilchrist (1993:45-48); Ireland (2008:4). Ademais, um setor como o de construção civil tem impactos sobre toda a economia, pelos efeitos multiplicadores deste setor, intensivo em insumos e mão-de-obra, inclusive de baixa qualificação (Bernanke e Gertler, 1995).

<sup>18</sup> “A ideia-chave é que, para uma ampla categoria de tomadores, particularmente famílias e pequenas firmas, substitutos próximos ao crédito bancário não estão disponíveis. Devido a fricções informacionais... é proibitivamente dispendioso para estes tomadores emitirem diretamente títulos no mercado aberto. Eles precisam se fiar primariamente em bancos para financiamento externo. Uma importante implicação é que qualquer tipo de distúrbio no fluxo de crédito bancário tem potencialmente importantes efeitos reais.”(Gertler e Gilchrist, 1993:45). E estes efeitos reais não são neutros, independentemente do tipo, tamanho, setor, etc., do agente. Políticas, neste caso monetárias, responsáveis deveriam ter sempre isto em mente, inclusive criando mecanismos para minorar tais assimetrias.

constataram que, quando de políticas monetárias restritivas, empréstimos de curto prazo para as maiores empresas cresceram tanto através do sistema bancário quanto do shadow banking. Porém, as empresas menores não têm acesso a esse crédito ampliado, nestes períodos mais difíceis, quando suas vendas, no geral, caem em níveis mais acentuados do que as das maiores. Ademais, devido a problemas de informação, as empresas menores enfrentam maiores obstáculos a fontes alternativas de crédito, sobretudo em períodos com mais *stress*.<sup>19</sup> Outro ponto essencial é que os mercados de dívidas (empréstimos) e de participação de capital (acionário) são igualmente distintos, sobretudo para as MPMEs, em comparação com as firmas maiores, gerando consequências importantes para as políticas e os ciclos econômicos (Stiglitz e Weiss, 1992:186-187; Van Ees e Garretsen, 1993:39).

Boivin et al. (2010:15-22), interessadamente, denominam alguns destes canais descritos acima de não-neoclássicos, pois funcionariam (ou não) essencialmente devido a imperfeições dos mercados. Como exemplos, apresentam: a) efeitos na oferta de crédito, devido à intervenção governamental nos mercados de crédito, como, recentemente (desde os anos 1990), as do governo americano no mercado imobiliário, ou, nos anos 1980, nas Savings & Loans Associations, levando sempre, segundo eles, a desequilíbrios e desintermediação, como mecanismos de transmissão perversos da política monetária;<sup>20</sup> b) canais baseados em bancos, dado que, pelo lado b1) do canal dos empréstimos bancários, os financiamentos bancários são substitutos imperfeitos para outras formas de financiamento, havendo empresas e outros agentes – no geral, de menores dimensões e maior fragilidade – que necessitam mais de acesso ao setor bancário do que outros. A informação assimétrica, tão importante teoricamente para a compreensão do funcionamento dos bancos (Stiglitz e Weiss, 1992; Wolfson, 1996) é outra imperfeição que explica a relevância dos bancos e de sua atuação, inclusive para transmissão das políticas monetárias (Bernanke e Gertler, 1995; Boivin et al., 2010:17-18).

O outro lado que compõe este canal é b2) o do capital bancário, sobre o qual, como vimos, a política monetária também age, por meio de mudanças em balanços e em valores específicos dentro deles, além de nas condições de pagamento aos e obrigações dos bancos, etc. Por fim, há c) o canal dos balanços, cujo foco são os balanços dos tomadores de empréstimos (empresas e famílias, por exemplo, no tocante a empréstimos residenciais), afetados por políticas monetárias, resultando em maior (ou menor) fragilidade destes tomadores; mais (ou menos) colateral a ser oferecido; alterações nos fluxos (entradas e saídas) de caixa, para os quais juros de curto prazo podem ser mais relevantes do que os de longo. Ademais, este canal parece ser mais sensível no caso de países em desenvolvimento (Boivin et al., 2010:20-22).

---

<sup>19</sup> Para uma crítica pós-keynesiana à ausência de incerteza, no sentido fundamental ou forte, i.e, não passível de cálculos probabilísticos sólidos, em modelos neokeynesianos, cf. Dymski (1993:53); Wolfson (1996) e Dequech (2011). É exatamente neste sentido que Wolfson (1996:451, 464) e Lavoie (2014:188, 250) sugerem a existência de “assimetrias expectacionais”, em vez de simplesmente “informacionais”.

<sup>20</sup> Ver Taylor (2009), para uma discussão similar, em relação à crise de 2008. E para uma discussão mais geral sobre a crise, Strachman e Fucidji (2012).

É provável que parte dos efeitos que atuam sobre o canal dos balanços das empresas ocorra igualmente sobre o canal dos empréstimos. Afinal, políticas monetárias restritivas podem implicar em uma deterioração tanto dos balanços de tomadores como de emprestadores – conduzindo, por exemplo, a uma maior dificuldade de financiamento das operações passivas dos bancos, via certificados de depósitos, etc., encarecendo estas operações e levando-os a cobrar mais em suas operações ativas (Bernanke e Gertler, 1995:42; Fullwiler, 2013) e aumentando os riscos para os tomadores e, portanto, como vimos, novamente conduzindo a uma tendência de elevação dos juros cobrados a eles.

Estes aspectos são importantes, mesmo ao se atentar para o fato de que as taxas de juros mais relevantes para o cálculo empresarial muitas vezes são as de longo prazo e não de curto. Entretanto, ainda que isto seja verdadeiro quanto a vários tipos de decisões de gastos, principalmente investimentos em capital fixo e dispêndios em construção civil, os efeitos de variações nas taxas de juros de curto prazo são também, por si sós, significativos, como já visto, em termos de rentabilidade dos tomadores (vendas e lucratividade); valor das dívidas e desembolsos a serem realizados com relação a estas, no caso de empréstimos com juros flutuantes; valor dos colaterais; cálculo prospectivo de rentabilidade dos bancos (Keynes, 1936; Silva, 1994; Strachman, 2000; Terra e Arestis, 2017), por exemplo, dadas medidas restritivas quanto a crédito, etc. (Bernanke e Gertler, 1995:28; Zendron, 2006).

Bernanke e Gertler (1995:44), contudo, postulam que demanda e oferta de moeda tendem a ser pró-cíclicas, enquanto as por crédito seriam anticíclicas, pois vários tipos de agentes, como firmas e consumidores, buscariam estabilizar seus dispêndios, a despeito das variações nas receitas causadas pelas políticas monetárias: “a demanda anticíclica por crédito ajuda a explicar a constatação habitual de que os agregados de crédito são mais lentos para responder a mudanças na política do Fed do que os agregados monetários.”(Bernanke e Gertler, 1995:44).<sup>21</sup>

### **3.1. Uma sequência completa de efeitos de uma política monetária ativa**

É preciso, todavia, compreender com mais precisão como se dão os mecanismos de transmissão das políticas monetárias. Bernanke e Gertler (1995) postulam a seguinte sequência, no caso dos EUA: a) principia-se, por exemplo, por uma política monetária contracionista, atuando sobretudo via aumento da taxa de juros de curto prazo, o instrumento fundamental da política monetária, segundo o novo “consenso macroeconômico”; b) há impactos desfavoráveis sobre o crescimento econômico e favoráveis em relação aos índices de preços, dentro da concepção usual da curva de Phillips, a qual supõe sempre, ao menos implicitamente, uma curva de oferta agregada inclinada para cima (por exemplo, Sachs e Larrain, 1993); e c) esta queda da demanda seria seguida, com atraso, pela da produção, com o que os estoques aumentariam no curto prazo,

---

<sup>21</sup> Ver também Gertler e Gilchrist (1993:52). Para uma resenha, cf. Fonseca e Curado (2012).

o que seria benéfico para os demandantes, em termos de custos e preços, mas, em um segundo momento, estes estoques e, portanto, a produção, também declinariam, reforçando aquela queda inicial da demanda.

Detalhando ainda mais a queda em c), teríamos: c1) uma redução nos investimentos em construção civil, mais particularmente, sobre a residencial, dada sua dependência de financiamentos e dos impactos de variações nos juros sobre financiamentos sob condições flutuantes – mas também, de uma forma mais geral, sobre o valor dos imóveis e de outros ativos utilizados como colateral – além dos efeitos de políticas restritivas sobre a renda (atual e esperada) dos investidores; c2) um declínio dos investimentos em estoques; c3) uma redução do consumo, durável e não-durável; e c4) uma queda do investimento empresarial.

É claro que uma sequência deste tipo deve ser, se possível, prevista, para cada caso (país, região e época) específico, e investigada também *ex-post*. Esta é uma tarefa essencial, se os *policy makers* almejam ser mais precisos e efetivos, em suas decisões, evitando consequências danosas desnecessárias, seja em termos de agentes envolvidos, seja em intensidade dos efeitos desfavoráveis.

Por fim, as expectativas sobre o comportamento dos agentes quanto a gastos (consumo, investimentos) e preços também devem ser consideradas pelos gestores da política monetária, pelos seus impactos sobre inflação e crescimento econômico e de seus componentes, etc. (Boivin et al., 2010:20-22). É claro que isso não pode implicar na necessidade de uma antevisão perfeita, e **irrealizável**, dos fazedores de política econômica, inclusive porque frequentemente as suposições, e mesmo os modelos formais, em que se baseiam, mostram-se equivocados, sendo necessário recalibrá-los (algumas vezes significativamente – Greenspan, 2007; Boivin et al., 2010:30-52).<sup>22</sup>

Uma ilustração, um pouco simplificada, do conjunto destes efeitos, encontra-se na **Figura 1**, abaixo, onde podemos notar todos os possíveis efeitos das políticas monetárias, sobre cada uma das variáveis descritas no artigo, inclusive com efeitos mutuamente contrários. Por exemplo, para simplificar, ainda na **Figura 1**, ilustramos apenas os efeitos de um aumento dos juros e/ou das restrições de crédito e/ou dos requerimentos de capital dos bancos – i.e, de políticas monetárias restritivas – supondo que políticas expansionistas seriam simétricas a estas, o que é basicamente correto, na maioria dos casos.

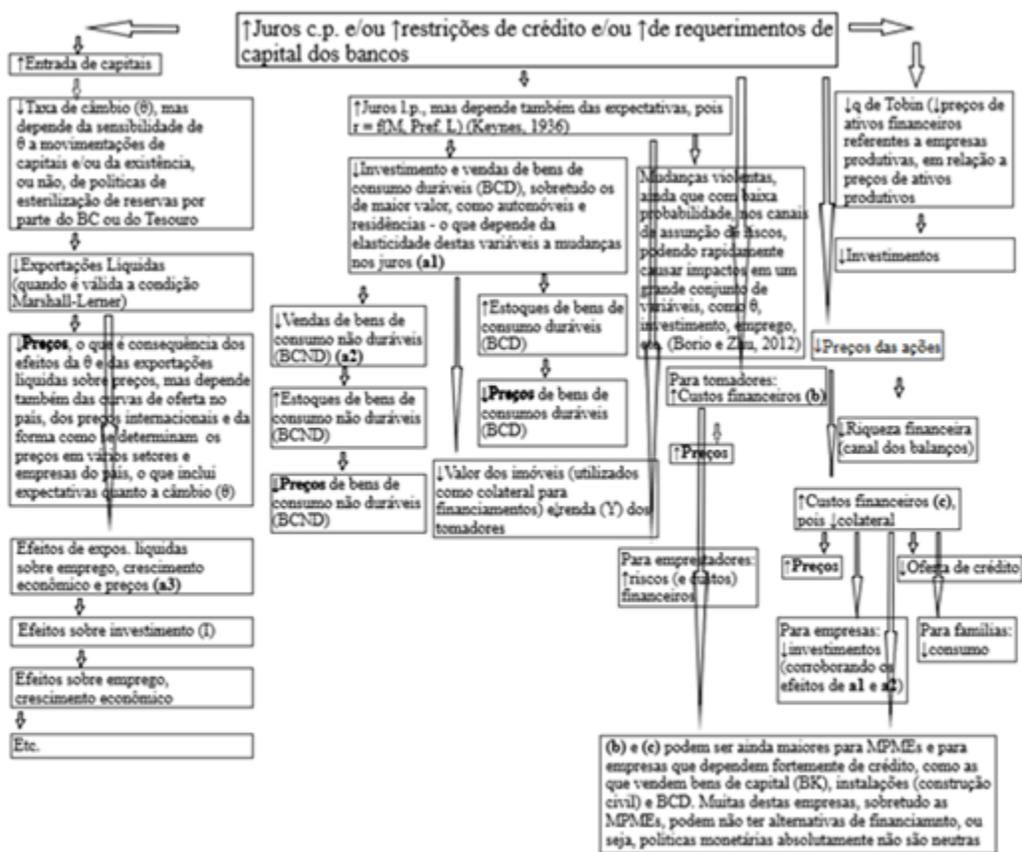
Assim, se a política monetária é contracionista, há uma pressão para a queda da demanda, o que deve ajudar na **queda de preços**, se a oferta for inclinada para cima, como usualmente se supõe, **de maneira equivocada e sem maiores discussões**. Contudo, simultaneamente há um crescimento dos **custos financeiros das empresas** – geralmente desconsiderados, nas análises acadêmicas e não-acadêmicas –, tanto **diretos** como também **indiretos**, em consequência da redução de preços de ativos e, conseqüentemente, de diminuição do “colateral”, custos que, se transferidos para os preços, ainda que

---

<sup>22</sup> Como indicamos, a incerteza, no sentido forte, deveria ser parte essencial dos “modelos”, formais ou não. Mas isso seria pedir demais, pelo menos atualmente.

parcialmente, vão na direção contrária dos efeitos anteriormente mencionados sobre a demanda, ou seja, na de **aumento dos preços** de bens e serviços.

**Figura 1 - Resumo Esquemático dos Mecanismos de Transmissão das Políticas Monetárias**



Por fim, note-se que há QUATRO EFEITOS REDUTORES de preços, quais sejam: 1) os das exportações líquidas, consequências de mudanças na taxa de câmbio ( $\theta$ ); 2) os sobre os preços de BCD; 3) os sobre os preços de BCND; além de 4) os sobre preços de BK e de instalações, frutos da queda dos investimentos, mostradas a partir de várias causalidades diretas, na Figura. Porém, é fundamental ressaltar que há ainda DOIS EFEITOS, quase sempre desconsiderados, que favorecem AUMENTOS de preços, devido à majoração de custos financeiros, o que geralmente passa despercebido, propositalmente ou não, nas análises sobre a transmissão das políticas monetárias.

Fonte: Elaboração própria.

#### **4. Efetividade Diferenciada dos Mecanismos de Transmissão da Política Monetária de Acordo com a Fase do Ciclo**

Outra característica importante das políticas monetárias refere-se a sua efetividade diferenciada, conforme a fase do ciclo econômico: elas são mais efetivas em fase de crescimento ou mesmo em auges – tanto em resposta a políticas restritivas e/ou de racionamento de crédito quanto em relação a políticas expansionistas – do que em recessões ou depressões. Como explicam Stiglitz e Weiss (1992:186, n. 38):

Nosso modelo é, então, consistente com a observação de que, em períodos recessivos, a política monetária frequentemente parece ter pouco efeito (por causa do excesso de liquidez no sistema bancário... a política monetária tem pouco efeito na disponibilidade de crédito...), enquanto em outros tempos a imposição de uma política monetária estrita parece ter efeitos amplos.

É certo que afirmações similares já haviam sido feitas por Keynes (1936), quando apontou que era mais fácil atuar através de políticas monetárias durante fases expansivas, pois se a eficácia marginal do capital – ou seja, a taxa de rentabilidade esperada de um investimento produtivo e, em sentido um pouco mais ampliado do que no original, também de uma decisão referente à produção de um bem ou serviço – declina, torna-se mais difícil recuperar as perspectivas de rentabilidade comparada favoráveis quanto a decisões produtivas de aplicação de capital (incluindo, mais uma vez, as de investimento e de produção) única ou principalmente por meio de políticas monetárias.

Assim, não deveria haver surpresa quanto a esta assimetria nos efeitos das políticas monetárias, se tivermos em conta esse cálculo capitalista de rentabilidade. Afinal, quando a taxa de rentabilidade esperada para uma aplicação produtiva declina fortemente – muitas vezes para valores negativos, em épocas de crises – apenas taxas de juros igualmente negativas, mas ainda menores, poderiam impulsionar as empresas a aplicarem produtivamente seus capitais. É por isso que Krugman (1998; 2000), por exemplo, advoga expansões monetárias drásticas como remédios contra crises, expansões as quais teriam o objetivo de conduzir as economias a inflações significativas e, com isso, a juros reais negativos, caso as taxas de juros nominais se mantivessem em níveis baixos. Porém, infelizmente para Krugman, as economias reais não se comportam de uma maneira quantitativista, não sendo, conseqüentemente, tão simples e controlável, gerar inflação mais alta em um país, mesmo com políticas monetárias bastante agressivas (Felkerson, 2011). Vale dizer, a geração de inflação via políticas monetárias não é tão simples e similar ao convencionalmente postulado, ou seja, quando a emissão monetária – afinal, é disto que se trata o Quantitative Easing (QE) – amplia-se fortemente, os efeitos esperados por muitos não se dão.

Ademais, este QE, nos EUA, ampliou a liquidez dos bancos comerciais, mas sem um aumento em proporções similares nos empréstimos e, portanto, no multiplicador

bancário.<sup>23</sup> De fato, não apareceram agentes suficientes dispostos a tomarem empréstimos, frente às expectativas negativas quanto a rendimentos, o que igualmente não deveria ser surpreendente, além de os bancos não se sentirem suficientemente entusiasmados para trocarem seus ganhos fáceis em títulos do governo pela assunção de riscos em empréstimos ao setor privado (Soros, 2008; Cassidy, 2009), em situações (pré) críticas.

Usos semelhantes de QE, no Japão e na Europa também não levaram a expansões de suas respectivas economias, frente à interrupção prematura da utilização mais decidida de políticas fiscais, pelos EUA e Europa, após a crise de 2007-2008, ou mesmo quase 20 anos antes, pelo Japão (Blyth, 2013; Strachman e Fucidji, 2013). Logo, o trade off repetido quase à exaustão, por muitos economistas, entre políticas fiscais que seriam inefetivas – as quais são ligadas à obsessão destes mesmos autores com déficits fiscais e dívidas públicas que seriam absolutamente debilitantes (Reinhart e Rogoff, 2011; Nersisyan e Wray, 2011; Blyth, 2013) – e uma suposta eficiência perene das políticas monetárias, não parece ser corroborado empiricamente, além de ser frágil teórica e empiricamente, a partir da própria lógica empresarial, isto é, em seus fundamentos micro.

Conectado a isto, como se sabe, tem-se que Bancos Centrais modernos basicamente desistiram de controlar mais firmemente quantidades de moeda, sob quaisquer das medidas possíveis (M1, M2, M3, M4, etc.). Passaram, já há algum tempo, a fixar como instrumento básico a taxa de juros de curto prazo, a partir da qual – e com atuações complementares quantitativas e sobre os canais de crédito (Adrian e Shin, 2010:2) – buscam determinar as condições gerais de crescimento econômico, emprego e preços das economias sob suas áreas de jurisdição (Ireland, 2008), utilizando-se ou não da política de metas de inflação “novo-consensual”.<sup>24</sup>

[A] resposta da economia a choques aleatórios... pode depender, de modo importante, de o Banco Central operar estabelecendo a quantidade nominal da base monetária e, então, permitir ao mercado determinar a taxa nominal de juros de curto prazo ou [alternativamente] estabelecer a taxa nominal de juros de curto prazo e, então, ofertar qualquer quantidade nominal de base monetária demandada àquela taxa de juros. Mais especificamente, a... política do Banco Central isola produto e preços dos efeitos de perturbações amplas e imprevisíveis na... demanda por moeda ao estabelecer uma meta para  $i$  em vez de para  $M$ . Talvez refletindo a crença generalizada de que os choques na demanda por moeda são amplos e imprevisíveis, a maior parte dos Bancos Centrais do mundo, hoje – incluindo o Federal Reserve, nos Estados Unidos – opta por conduzir a política monetária com referência a um alvo para a taxa nominal de juros de curto prazo, em oposição a qualquer medida quanto à oferta de moeda. Portanto, na prática, ações de política monetária são quase sempre descritas em termos de seus impactos sobre a taxa nominal de juros de curto prazo – como a federal funds rate, nos Estados Unidos – mesmo que, falando estritamente, estas ações principiêm com operações de mercado aberto que modificam a base monetária.” (Ireland, 2008:2-3).<sup>25</sup>

<sup>23</sup> Que se configura mais uma vez, como vimos, como não automático (Lavoie, 2014).

<sup>24</sup> O Federal Reserve, dos EUA, por exemplo, não a utiliza explicitamente, a despeito de escritos importantes que defendiam sua adoção (Bernanke *et al.*, 1999), e nem o Banco Central da China.

<sup>25</sup> Para uma descrição similar pós-keynesiana, ver Fontana (2004).

## 5. Impactos dos Riscos sobre os Mecanismos de Transmissão da Política Monetária

Borio e Zhu (2012:239, 242) destacam que os riscos parecem variar de maneira pró-cíclica, a despeito de uma série de modelos que desconsidera estes riscos ou os toma como exógenos aos modelos. No entanto, eles ressaltam que uma série de modelos do *mainstream* tem buscado incluir riscos endogenamente, a despeito de estes constituírem ainda uma parte menor do conjunto de modelos.

De fato, a oscilação dos riscos pode ter implicações relevantes sobre a assunção destes mesmos riscos (tanto via percepção quanto tolerância aos riscos) por parte dos agentes, conforme a fase do ciclo, o valor da riqueza acumulada (que deve variar com esta fase e com as políticas adotadas), o período de dados adotado pelos modelos (Zendron, 2006), etc. Modelos destinados a avaliações de aplicações – por exemplo, os conhecidos modelos VAR – assim como modelos que norteiam os responsáveis por políticas e seus canais de transmissão, deveriam sempre considerar estes efeitos (Borio e Zhu, 2012:243).

Em sentido razoavelmente semelhante, a regulação sobre os requerimentos de capital (*capital standards*) das empresas do setor financeiro influencia preços e riscos das empresas financeiras reguladas. Isso tem impacto sobre os mecanismos de transmissão, afinal encurta ou alonga os prazos considerados, reforça ou atenua a prudência dos financiadores, podendo demandar ação anticíclica (ou pró-cíclica) por parte dos gestores da política monetária. E estes, por seu lado, têm que considerar o comportamento potencial dos agentes financiadores, em cada fase do ciclo, para tentar melhor calibrar as políticas perseguidas.<sup>26</sup>

Borio e Zhu (2012:244) mostram também que transparência e ganhos de credibilidade quanto a possíveis ações futuras reduzem os prêmios de risco.<sup>27</sup> Em uma lógica similar à de Minsky (1986), afirmam que mudanças nas taxas de juros são assimétricas, conforme sua direção: cortes conduzem a maiores tomadas de risco do que aumentos equivalentes reduzem estas assunções, o que eles chamam de “efeito-seguro”, o que pode ser reforçado, no entanto, por expectativas de ação anticíclica dos BCs.

Ao mesmo tempo, mostram como a liquidez<sup>28</sup> é endógena ao ciclo, por vários motivos, como os preços dos colaterais, além das expectativas de retorno de várias aplicações – por exemplo, as produtivas (Borio e Zhu, 2012:245). Isto leva o mercado de

---

<sup>26</sup> Um ponto importante é que taxas rígidas de juros de mercado, em relação a modificações nas taxas básicas, podem prejudicar os mecanismos de transmissão, tanto mais quanto maior esse hiato entre taxas, pois implicam que o mercado não está respondendo adequadamente à política monetária. Algumas razões para isso podem ser a natureza de certos contratos, as dificuldades interpostas por taxas básicas de juros nominais perto – ou atualmente, mesmo abaixo – de zero, e a própria história/trajetória, por exemplo, “sendo maiores na sequência de desinflação e/ou de retornos elevados e estáveis para uma classe particular de ativos, e mais fracos de outra forma.”(Borio e Zhu, 2012:244). Certamente, efeitos deste tipo têm que ser considerados em países com taxas de juros de mercado elevadíssimas por anos, como o Brasil, sejam estas as básicas ou, sobretudo, as de mercado.

<sup>27</sup> Ver também Mendonça (2001).

<sup>28</sup> Definida como “a facilidade através da qual percepções de valor podem ser convertidas em poder de compra.”(Borio e Zhu, 2012:244).

crédito a não se comportar “otimamente”, podendo ocorrer momentos em que a liquidez “evapora” (Fontana, 2004), como nos casos dos cortes de linhas inteiras de crédito e aumentos dos requerimentos de margens. A crise de 2007-2008, a qual se deu após um longo período de grande liquidez e assunção de riscos, acompanhada de baixa percepção quanto a estes riscos, é apenas uma última e gritante ilustração dessa questão crucial.

Em eventos deste tipo, sobrecarregar ou mesmo postular uma necessária eficiência de políticas monetárias mais arrojadas parece ser equivocado, ademais de colocar ênfase demasiada sobre estas políticas e o que se espera em relação a seus mecanismos de transmissão,<sup>29</sup> inclusive, conforme enfatizamos, para eventos empíricos importantes recentes, como as crises japonesa dos anos 90 e as recentes crises do *subprime* e do Covid-19.<sup>30</sup> É neste sentido que Borio e Zhu (2012:246) perguntam se e como a política monetária pode ou deve atuar frente a desalinhamentos (ou “bolhas”) nos preços de ativos. Há duas visões quanto a isso: a) a política monetária deve continuar seguindo os preceitos-padrão estabelecidos para ela – atualmente os referentes a metas de inflação; ou b) deve atuar ativamente contra o acúmulo de riscos financeiros, mesmo se a inflação se encontra dentro da meta almejada para certo prazo – a maneira como fazer isso permanece em discussão. Para eles, o canal do risco pode ser

completamente benéfico, se as percepções de risco são corretas e os incentivos são tais que alinham ações racionais individuais a resultados socialmente desejáveis, ou se estas são aproximações razoáveis da realidade. Ademais, mesmo se elas [as percepções de risco] não são [corretas], o mecanismo ainda pode ser benigno enquanto a confluência das condições econômicas subjacentes não seja de tal modo a levar a um descolamento... em relação à estabilidade (...) Mas há situações nas quais as forças estabilizadoras podem ser menos efetivas... Como resultado, em vez de atuar como um mecanismo benigno... a assunção de riscos pode levar cumulativamente à sobre-extensão dos balanços e ao correspondente acúmulo de desbalanceamentos financeiros... Dependendo das circunstâncias, esta evolução... pode resultar em debilidades sérias no produto, desinflação indesejada, quando não deflação aberta e, possivelmente, um stress financeiro mais amplo. (Borio e Zhu, 2012:246).

Logo, no que se refere à estrutura e política monetárias, ações individuais racionais podem conduzir a resultados agregados indesejados e absolutamente distantes de qualquer “ótimo”, a partir dos efeitos de, por exemplo, comportamento de manada, falhas de coordenação, assimetria de informações (e/ou assimetrias de expectativas), ganhos de curto prazo x riscos, ou mesmo perdas inescapáveis no longo prazo, como no comportamento de vários agentes que desembocou na crise financeira recente, etc. De fato, aspectos deste tipo põem em xeque quaisquer perspectivas simplistas a respeito da racionalidade inerente dos mercados. Com efeito, para Borio e Zhu (2012), indicadores como prêmios de risco tendem

---

<sup>29</sup> E de menos sobre as políticas fiscais, como tem ocorrido recentemente, com a exceção do período mais próximo da crise que se iniciou com mais força em 15 de setembro de 2008 (Chick e Pettifor, 2010; Nersisyan e Wray, 2011; Felkerson, 2011, Blyth, 2103).

<sup>30</sup> Na direção do sobrecarregamento, cf. Krugman (1998; 2000), Adrian e Shin (2010) e Harcourt, 2013; e na da explicação sobre postulações no mínimo inexatas, no caso da crise do *subprime*, ver Blyth (21013) e Lavoie (2014).

a ser comparativamente muito baixos, nos períodos que antecedem o pico dos ciclos financeiros, “quando, em retrospecto, o risco era o mais alto.” (Borio e Zhu, 2012:246).<sup>31</sup>

Assim, as condições e exigências relativas a empréstimos, subscrições, etc., tornam-se mais frouxas e arriscadas justamente perto deste auge cíclico, com os empréstimos realizados neste estágio atingindo as piores performances ex-post: o crescimento rápido de crédito caminha junto com a deterioração de sua qualidade, em um comportamento claramente pró-cíclico dos agentes econômicos (Borio e Zhu, 2012:246; Fonseca e Curado, 2012:448-449). Estas consequências serão mais claras caso não haja um market-maker que estabilize o mercado ou caso este market-maker não atue de forma adequada ou não o consiga fazer (Minsky, 1982; 1986), como no estopim da crise financeira atual, com a quebra do Lehman Brothers, em setembro de 2008.

Logo, uma atuação mais decidida e antecipatória de contenção de riscos inadequados e sistêmicos parece essencial, mesmo com inflação e outras variáveis controladas, a fim de evitar crises mais acentuadas e demoradas, devido a rupturas no sistema de pagamentos. Mas uma tal atuação pode estar mais conectada a uma regulação mais severa e abrangente do que meramente a “políticas monetárias”, mesmo em um sentido amplo. Por outro lado, a pressão política para uma não-atuação (antecipatória) neste sentido pode ser avassaladora, como mostra o relatório da U.S.A. Financial Crisis Inquiry Commission (2011).

Uma revisão crítica perene dos modelos utilizados pelos gestores é igualmente essencial, dado que modelos DSGE não são adequados para captar estas flutuações econômicas e dos riscos assumidos por determinados agentes, inclusive sistemicamente. A maior parte dos modelos considera, por exemplo, liquidez, percepção de riscos, etc., como exógenas, o que é paradoxal para modelos sobre o sistema financeiro:

Tipicamente, os modelos são linearizados e não apresentam uma dinâmica não-linear significativa. Eles podem, na melhor das hipóteses, ser pensados como representando o ciclo econômico como desvio de curto prazo em relação a um estado estacionário... Além do mais, mesmo quando o setor financeiro é modelado, as não-linearidades de primeira ordem associadas com default não são incluídas de forma adequada. (Borio e Zhu, 2012:247).

Há tentativas de construir modelos que contornem estes problemas, endogenizando liquidez, prêmios de risco, etc., mas estes ainda são exceção (Borio e Zhu, 2012:247), até mesmo pelo suposto metodológico básico de mercados eficientes. Os impactos destas construções mentais, ou mesmo algorítmicas, sobre atuações individuais de agentes e firmas, e do sistema como um todo, são importantíssimos, afinal as percepções quanto a risco e suas conexões com liquidez e restrições financeiras mostraram-se mais proeminentes hodiernamente, com potencial para acentuar as flutuações econômicas, em relação ao passado recente (Borio e Zhu, 2012:248). Uma compreensão mais adequada destas inter-relações mostra-se, portanto, fundamental para um andamento mais eficiente e suave, seja do sistema financeiro, seja de todo o sistema econômico.

---

<sup>31</sup> Ver também Minsky (1982; 1986), para uma perspectiva pós-keynesiana desta “flutuação” dos riscos.

## 6. Considerações Finais

Os mecanismos de transmissão das políticas monetárias, em frequente mutação, devido à evolução das próprias economias reais (Borio e Zhu, 2012), precisam ser sempre refinados, para uma melhor atuação destas políticas (Minsky, 1986). Afinal, uma compreensão deficiente de uma estrutura pode conduzir a ações inadequadas, frente aos resultados que se espera obter.

O objetivo principal deste artigo foi contribuir para um melhor entendimento quanto aos mecanismos de transmissão destas políticas. Procuramos também expor uma série de características desses mecanismos e canais de transmissão, como a instabilidade da relação entre moeda e renda, ou mesmo entre moeda e outras variáveis, como preços, juros, etc. Com efeito, Bancos Centrais modernos, desde os anos 1980, passaram a estabelecer taxas básicas de juros de curto prazo como mecanismo fundamental de política monetária, deixando paulatinamente – primeiro **informal**, mas, depois, **formalmente** – de buscar algum objetivo quanto a uma determinada quantidade de moeda (M1, M2, M3, M4, etc.).

Buscamos também esmiuçar os principais canais de transmissão da política monetária, como os de juros, moeda, crédito, balanços, assim como a sequência geral quanto a essa transmissão, a qual necessita ser modificada e detalhada para cada evento histórico específico. Explicamos também as razões pelas quais os mecanismos de transmissão da política monetária são diversos, em sua eficácia, conforme a fase do ciclo, tendo impactos diferenciados sobre os vários tipos de agentes, esclarecendo como riscos e posições relacionadas a liquidez são endógenos, variando de acordo com os ciclos, e os problemas que isso acarreta para as políticas monetárias, como a inexistência de tendência a um comportamento ótimo dos sistemas monetário, financeiro e mesmo macroeconômico.

## Referências

ADRIAN, T. e SHIN, H.S. (2010). **Prices and Quantities in the Monetary Policy Transmission Mechanism**. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, n. 396, Dec.

ALVES JR., A.J.; DYMSKI, G.A. e PAULA, L.F. (2008). **Banking strategy and credit expansion: a Post-Keynesian approach**. Cambridge Journal of Economics, v. 32, n. 3, p. 395-420, May.

BERNANKE, B.S. e GERTLER, M. (1995). **Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission**. Journal of Economic Perspectives, v. 9, n. 4, p. 27-48, Autumn.

BERNANKE, B.S.; LAUBACH, T.; MISHKIN, F.S. e POSEN, A.S. (1999). **Inflation Targeting: Lessons from the International Experience**. Princeton: Princeton U.P.

BIBOW, J. (1999). **Refocusing the ECB on Output Stabilization and Growth through Inflation Targeting?** Levy Economics Institute of Bard College Working Paper, n. 425.

BLYTH, M. (2013). **Austerity: The History of a Dangerous Idea.** New York, NY: Oxford U.P.

BOIVIN, J.; KILEY, M.T. e MISHKIN, F.S. (2010). **How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved over Time?** Federal Reserve Board, Finance and Economic Discussion Series, n. 2010-26.

BORIO, C. e ZHU, H. (2012). **Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?** Journal of Financial Stability, v. 8, n. 4, p. 236-251.

CARVALHO, F.C. (1999). **On banks' liquidity preference.** In DAVIDSON, Paul e KREGEL, Jan (Orgs.) Full Employment and Price Stability in a Global Economy. Cheltenham: Edward Elgar, p. 123-138.

CARVALHO, F.C. (2005). **Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil.** Revista de Economia Política, v. 25, n. 4, p. 323-336, Out./Dez.

CASSIDY, J. (2009). **The Wisdom of Soros.** New Yorker, 26 Oct. Disponível em: <https://www.newyorker.com/news/john-cassidy/the-wisdom-of-soros>.

CHICK, V. e PETTIFOR, A. (2010). **The Economic Consequences of Mr. Osborne - Fiscal Consolidation: Lessons from a Century of UK Macroeconomic Statistics.** London: Mimeo., 6 June.

DAVIDSON, P. (1994). **Post-Keynesian Macroeconomic Theory.** Aldershot: Edward Elgar.

DE PAULA, L.F. e SARAIVA, P.J. (2015). **Novo consenso macroeconômico e regime de metas de inflação.** Revista Paranaense de Desenvolvimento, v. 36, n. 128, p. 19-32.

DEQUECH, D. (1998). **Rationality and Institutions under Uncertainty.** PhD thesis, University of Cambridge, mimeo.

DEQUECH, D. (2011). **Uncertainty: a typology and refinements of existing concepts.** Journal of Economic Issues, v. 45, n. 3, p. 621-640, Sept.

DEQUECH, D. (2018). **Applying the concept of mainstream economics outside the United States: general remarks and the case of Brazil as an example of the institutionalization of pluralism.** Journal of Economic Issues, v. 52, n. 4, p. 904-924, Dec.

DYMSKI, G.A. (1993). **Keynesian uncertainty and asymmetric information: complementary or contradictory?** *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 16, n. 1, p. 49-54.

EUROPEAN CENTRAL BANK. [s.d.]. **Transmission Mechanism of Monetary Policy.** Frankfurt: European Central Bank. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>. Acesso em 30 dez. 2015.

FELKERSON, J. (2011). **\$29,000,000,000,000: a detailed look at the Fed's bailout by funding facility and recipient.** Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper n. 698, Dec.

FINANCIAL TIMES [s.d.]. **Definition of Monetary Transmission.** *ft.com/lexicon*. Disponível em: <http://lexicon.ft.com/Term?term=monetary-transmission>. Acesso em 30 dez. 2015.

FONSECA, M.W. e CURADO, M.L. (2012). **Mecanismos de transmissão da política monetária: a visão das diferentes escolas de pensamento.** *Ensaio Econômico FEE*, v. 33, n. 2, p. 423-452, nov.

FONTANA, G. (2004). **Rethinking endogenous money: a constructive interpretation of the debate between horizontalists and structuralists.** *Metroeconomica*, v. 55, n. 4, p. 367-385, Nov.

FRAGA, J.S. & STRACHMAN, E. (2013). **Crise financeira: o caso japonês.** *Nova Economia*, v. 23, n. 3, p. 521-553, set./dez.

FULLWILER, S.T. (2013). **An endogenous money perspective on the post-crisis monetary policy debate.** *Review of Keynesian Economics*, v. 1, n. 2, p. 171-194, Summer.

GERTLER, M. e GILCHRIST, S. (1993). **The role of credit market imperfections in the transmissions of monetary policy: arguments and evidence.** *Scandinavian Journal of Economics*, v. 95, n. 1, p. 43-64, May.

GREENSPAN, A. (2007). **The Age of Turbulence.** New York: Penguin.

HARCOURT, G.C. (2013). **The ABC of G and T.** *Economic and Labour Relations Review*, v. 24, n. 3, p. 456-457.

IRELAND, P.N. (2008). **Monetary transmission mechanism.** In DURLAUF, S.N. e BLUME, L.E. (Eds.) *The New Palgrave Dictionary of Economics*. 2nd Ed. London: Macmillan.

- KALECKI, M. (1954). **Theory of Economic Dynamics**. 2nd Ed. London: Allen and Unwin, 1965.
- KEYNES, J.M. (1930). **A Treatise on Money**. Mansfield Centre, CT: Martino Publishing, 2011.
- KEYNES, J.M. (1936). **The General Theory of Employment, Interest and Money**. London: Macmillan, 1973.
- KRUGMAN, P. (1998). **It's baaack! Japan's slump and the return of the liquidity trap**. *Brookings Papers on Economic Activity*, v. 1998, n. 2, p. 137-205.
- KRUGMAN, P. (2000). **Thinking about the liquidity trap**. *Journal of the Japanese and International Economics*, v. 14, n.4, p. 221-37, Dec.
- LAVOIE, M. (2010). **Changes in Central Bank Procedures during the Subprime Crisis and Their Repercussions on Monetary Theory**. Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper n. 606, Aug.
- LAVOIE, M. (2014). **Post-Keynesian Economics: New Foundations**. Aldershot: Edward Elgar.
- MARX, Karl (1894). **O Capital: Crítica da Economia Política**. Livro 3: O Processo Global de Produção Capitalista. São Paulo: Difel, 1985. (Tradução de: *Das Kapital: Kritik der Politischen Ökonomie*. Buch III: Der Gesamtprozess der Kapitalischen Produktion).
- MCLEAY, Michael; RADIA, Amar e THOMAS, Ryland (2014). **Money creation in the modern economy**. *Bank of England Quarterly Bulletin*, v. 54, n. 1, p. 14-27.
- MENDONÇA, Helder F. (2001). **Independência do Banco Central, Âncoras Nominais e Coordenação de Políticas**. Tese (Doutorado – IE-UFRJ). Rio de Janeiro: Mimeo.
- MINSKY, H.P. (1982). **Can "It" Happen Again?** Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe.
- MINSKY, H.P. (1986). **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven: Yale U.P.
- MIRANDA, J.C.R. (1992). **Câmbio, Juros e Fisco: A Experiência Internacional**. Tese (Doutorado – IE-Unicamp). Campinas: Mimeo.
- NERSISYAN, Y. e DANTAS, F. (2017). **Rethinking liquidity creation: banks, shadow banks and the elasticity of finance**. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 40, n. 3, p. 279-299, July.

- NERSISYAN, Y. e WRAY, L.R. (2011). **Review of ‘This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly**. By Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff. *Challenge*, v. 54, n. 1, p. 113-120, Jan./Feb.
- REINHART, C.M. e ROGOFF, K.S. (2009). **This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly**. Princeton, N.J.: Princeton U.P.
- SACHS, J.D. e LARRAIN, F.B. (1993). **Macroeconomics**. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- SAYAD, J. (2014). **Pé ante pé: o preço da salada e outros mitos da moeda**. Folha de São Paulo, 31 Ago.
- SILVA, A.C.M. (1994). **Macroeconomia sem Equilíbrio: Dois Ensaios e um Livro-Texto**. Tese (Doutorado – IE-Unicamp). Campinas: Mimeo.
- SOROS, G. (2008). **Recapitalise the banking system**. *Financial Times*, 30 Sep. Disponível em: <https://www.ft.com/content/d68e10cc-8f45-11dd-946c-0000779fd18c>.
- STIGLITZ, J.E. e WEISS, A. (1992). **Asymmetric information in credit markets and its implications for macroeconomics**. *Oxford Economic Papers*, v. 44, n. 4, p. 694-724, Oct.
- STRACHMAN, E. (2000) Notas sobre o processo de cálculo de aplicação de capital. **Revista de Economia Política**, v. 20, n. 1 (77), p. 149-154, Jan./Mar.
- STRACHMAN, E. & FUCIDJI, J.R. (2012) The current financial and economic crisis: empirical and methodological issues. **Journal of Advanced Studies in Finance**, v. 3, n. 1(5), p. 95-123, Nov.
- STRACHMAN, E. (2013) metas de inflação no brasil (1999-2012): uma análise institucional. **Ensaios Econômicos FEE**, v. 34, n. 2, p. 407-438, Jul./Dez.
- SVENSSON, L.O. (2005). **Further Developments of Inflation Targeting**. Prepared for “Inflation Targeting: Implementation, Communication and Effectiveness”, Workshop at Sveriges Riksbank, Stockholm, June 10-12.
- TAYLOR, J.B. (2009). **Economic policy and the financial crisis: an empirical analysis of what went wrong**. *Critical Review*, v. 21, n. 2–3, p. 341-364.
- TERRA, F.H.B. & ARESTIS, P. (2017). **Monetary policy in the Post Keynesian theoretical framework**. *Revista de Economia Política*, v. 37, n. 1 (146), p. 45-64, jan./mar.
- U.S.A. FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION (2011). **The Financial Crisis Inquiry Report**. Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office.

VAN EES, H. e GARRETSEN, H. (1993). **Financial markets and the complementarity of asymmetric information and fundamental uncertainty**. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 16, n. 1, p. 37-48.

VASCONCELOS, Marcos R. (1998). **Instabilidade e Especulação em Mercados Cambiais**. Tese (Doutorado – IE-Unicamp). Campinas: Mimeo.

WOLFSON, M.H. (1996). **A post Keynesian theory of credit rationing**. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 18, n. 3, p. 443-470.

WRAY, L.R. (1998). **Understanding Modern Money: the key to full employment and price stability**. Cheltenham: Edward Elgar.

WRAY, L.R. (2015). **Modern Money Theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary systems**. 2<sup>nd</sup> ed. New York: Palgrave Macmillan.

ZENDRON, P. (2006). **Instituições Bancárias, Concessão de Crédito e Preferência pela Liquidez: Três Ensaio na Perspectiva Pós-Keynesiana**. Tese (Doutorado – IE-UFRJ). Rio de Janeiro: Mimeo.