

Algumas considerações sobre a política monetária e a contraposição keynesiana

Paulo Jose Saraiva¹ e Fábio Rogério Cassimiro Correa²

Resumo: Neste artigo são abordados os principais elementos que sustentam a visão monetária de uma economia monetária da produção em contraponto a visão monetária convencional. Particularmente, são discutidas as proposições que constituem as bases para a construção de uma teoria monetária alternativa à visão convencional, bem como as suas implicações para a condução da política monetária. Para tanto, são debatidos os objetivos e instrumentos da política monetária, no que se refere ao papel desempenhado pelos bancos e pelas firmas não bancárias no mecanismo de transmissão da política monetária, além de suas implicações em relação ao investimento e o crescimento econômico.

Palavras chaves: Teoria Pós-keynesiana, Teoria monetária da produção, política monetária, mecanismo de transmissão e inflação.

Abstract: In this article the main elements that underpin the monetary vision of a monetary economy of production as opposed to conventional monetary vision are addressed. In particular, the proposals that are the basis for the construction of an alternative monetary theory to the conventional view, as well as their implications for the conduct of monetary policy are discussed. Therefore, the objectives and instruments of monetary policy are discussed in regard to the role played by non-bank banks and firms in the monetary policy transmission mechanism, and its implications in relation to investment and economic growth.

Key Words: Post-Keynesian theory, monetary theory of production, monetary politics, transmission mechanism and inflation.

Classificação JEL: G11; G21

¹ Professor do curso de Economia no ITR/UFRRJ. Email: pjsaraiva@terra.com.br

² Mestre e doutorando em História Econômica pelo PPGHE da USP. Email: fabio.correa@usp.br

Introdução:

A crise financeira de 2007-2008 e a Grande Recessão que a seguiu reacenderam um antigo debate, moldado a partir da crise de 1929, relativo as críticas de Keynes à visão clássica. Naquela época, a teoria proposta por Keynes, alterada pela chamada “síntese neoclássica”, promoveu a ascensão do programa de pesquisa keynesiano em detrimento da visão clássica pré-crise. Contudo, na década de 1970 a estagflação observada nos países desenvolvidos tornou os debates teóricos novamente tendenciosos à visão clássica, retomado pelo programa de pesquisa monetarista e ampliado pelos novos-clássicos, pela teoria dos ciclos reais de negócios e pelos novos-keynesianos. Estes determinaram de forma quase que hegemônica, nas últimas quatro décadas, o pensamento e a política econômica nas principais economias mundiais.

O resultado direto destas mudanças, o Novo Consenso Macroeconômico (NCM), envolve um conjunto extenso e interligado de questões teóricas, estudos empíricos e de experiências práticas de diversos Bancos Centrais (BC), em diversos países desenvolvidos e em desenvolvimento. A busca por uma nova síntese relegou a um papel residual e subordinado as políticas fiscal e financeira em detrimento da política monetária (PM), da reafirmação da neutralidade da moeda no longo prazo, a incorporação de expectativas racionais, hipótese de mercados eficientes, aceitação da crítica de Lucas, além da incorporação de modelos dinâmicos de equilíbrio geral estocásticos. No entanto, foram adicionados ao corpo teórico os mercados de concorrência imperfeita e as fricções de preços e salários, assim como a regra de Taylor substituiu a função de equilíbrio do mercado monetário (LM), tornando-se um importante instrumento da PM, conjuntamente com a gestão das expectativas.

O produto resultante desta síntese foi a consolidação do Regime de Metas de Inflação (RMI), implantado por meio de mudanças institucionais e operacionais na condução da PM, a partir dos anos noventa. A adoção deste regime em diversos países está diretamente associada à definição de uma nova âncora nominal (inflação) para a PM, resultante do vazio deixado pelo fim do regime de câmbio fixo do início da década de 1970 (Bretton Woods), além das dificuldades encontradas na adoção de metas monetárias, nos anos 80, em virtude das inovações financeiras e das variações, não previsíveis, na velocidade de circulação da moeda.

Este novo regime pode ser definido como uma estratégia de condução da PM baseada em regras que reforçam a coerência e a transparência da PM. A estabilidade de preços torna-se o objetivo final da PM para um horizonte de médio e longo prazo, respaldado na hipótese de inexistência de trade off de longo prazo (neutralidade da moeda) que torna inócuo qualquer tentativa da autoridade monetária de explorar a curva de Phillips. Entretanto, a aceitação de existência de trade-off de curto prazo, como decorrência da rigidez de preços e salários, abre um espaço para a utilização da demanda

agregada, via PM que promova estabilização de preços, buscando minimizar o impacto do desvio do produto em relação a sua taxa natural e consequentemente sobre a inflação.

No RMI, a prioridade do BC é reduzir a volatilidade e manter a inflação baixa, delegando, normalmente, um papel secundário para o amortecimento das flutuações cíclicas do produto. Nesta perspectiva, a consecução do objetivo do BC deverá ajustar o instrumento da PM (taxa de juros nominal corrente) para que a inflação corrente convirja em direção à uma meta de longo prazo previamente estabelecida.

O instrumento de PM, a partir de uma regra de Taylor, é utilizado para afetar a taxa futura de juros de curto prazo e, deste modo, a taxa de juros de longo prazo e as expectativas de inflação, promovendo contração ou expansão da demanda agregada, dependendo do comportamento do nível de preços. No entanto, a autoridade monetária deve ser capaz de identificar as fontes de choques (temporárias) no ciclo econômico, de modo a ajustar a taxa futura de juros de longo prazo, através da taxa nominal de curto prazo para os choques de demanda, porém a taxa nominal deve permanecer constante quando ocorrerem choques de oferta, dada a aceitação de que na média o impacto destes choques na inflação tende a zero.

No RMI, são criados mecanismos institucionais que tornam o BC responsável pelo controle inflacionário, devendo este atuar de forma transparente, divulgando a meta numérica para a inflação e suas intenções sobre a política de juros e atuando de forma persistente para resolver os choques inflacionários, minimizando os impactos sobre o produto. Periodicamente, o BC divulga relatórios detalhados sobre as suas avaliações de inflação e conjuntura econômica. O compromisso consistente com a estabilidade de preços mostrou-se viável para reduzir a volatilidade e levar a inflação a um patamar baixo. Estes princípios estão de acordo com a proposição teórica de credibilidade e transparência da autoridade monetária e o problema de inconsistência temporal, convergindo para a tese de independência do BC.

No entanto, o aparente sucesso atribuído ao RMI pela “grande moderação” foi interrompido pela crise americana iniciada em 2007 e agudizada a partir do segundo semestre de 2008. Este episódio demonstrou que durante um período de aparente estabilidade, emergia um processo de ampliação da alavancagem e do nível de exposição ao risco no mercado financeiro americano. Na contramão da calma desenvolvia-se um movimento especulativo nos mercados financeiros americanos, particularmente nos mercados de hipoteca, cuja inter-relação com os demais mercados gerou uma crise sistêmica e internacional. Como resultado imediato, medidas não convencionais de política econômica (monetárias e fiscais) foram necessárias e implantadas em grande magnitude para amenizar e reverter os impactos da ruptura financeira e da recessão na atividade econômica. Como

consequência, emergiram críticas dentro (revisão do NCM) e fora do *mainstream* econômico sobre a condução da política monetária.

Neste artigo, apresenta-se uma visão alternativa ao novo consenso, focando na crítica ao NCM “fora do mainstream”. Para tanto, o ponto de partida e contraposição é a teoria keynesianas, cuja origem, remete aos desenvolvimentos teóricos de Keynes na década de 1930 do século passado, e se sustentam nas hipóteses de incerteza fundamental, preferência pela liquidez e não neutralidade da moeda no curto e longo prazo, cujas implicações para a condução das políticas econômicas de um modo geral e a PM de forma mais específica, contrapõem-se fortemente às proposições e orientações do NCM. Nesta perspectiva crítica, a visão monetária convencional é contraposta pela teoria monetária da produção, sendo o artigo estruturado em três seções, além desta breve introdução e das considerações finais. Na primeira parte, buscou-se uma visão alternativa à inflação de demanda, focando os elementos associados ao lado da oferta. Nas seções dois e três busca-se discutir, respectivamente, alguns aspectos relativos aos objetivos e instrumentos da PM keynesiana, além do papel dos bancos e firmas no mecanismo de transmissão da PM e suas implicações sobre o investimento e o crescimento econômico. Na última seção são apresentadas as considerações finais.

1. A visão keynesiana acerca da inflação

A identificação da teoria keynesiana em relação ao fenômeno inflacionário deriva da observação da ocorrência de fatores relacionados ao lado da demanda e principalmente da oferta, como discutido em ARESTIS e SAWYER (2004a, 2004b, 2005, 2006 e 2008), DAVIDSON (2004 e 2006), MODENESI (2005), MODENESI *et al.* (2012), PALLEY (2013), dentre outros. O ponto de partida para esta discussão foi apresentado pelos autores, sendo proposto inicialmente por KEYNES (1971) que questionou a Teoria Quantitativa da Moeda e, deste modo, a sua principal implicação de uma relação positiva entre o estoque de moedas e o nível de preços de uma economia como o mecanismo central da geração de inflação. A proposição neoclássica de uma economia de troca pressupõe que a produção e venda ocorrem instantaneamente, e como não existe vazamento de renda, pois o investimento *ex post* equivale à poupança *ex ante*, as variações nos níveis de preços, normalmente, serão resultado de variações positivas do estoque de moeda.

Em contraponto, Keynes identifica dois tipos de inflação: a inflação de commodities (ou estoque) e a de renda. No primeiro caso, os preços de bens e serviços nos mercados à vista (spot) dependem dos contratos estabelecidos no passado, que determinaram a oferta para o período presente. Como a produção demora um tempo de calendário para ser realizada, uma variação da demanda ou da oferta corrente, não esperada, promoverá excesso ou escassez de mercadorias, impactando sobre o nível de preços da economia e consequentemente sobre os ganhos dos detentores de estoques. O

segundo é decorrente do anterior, na medida em que os contratos futuros (preços a prazo) serão influenciados pelos preços à vista. Neste caso, quando os preços sobem acima da produtividade marginal do capital, geram ganhos de renda para os proprietários dos fatores de produção (DAVIDSON, 2006).

A implicação de uma definição mais precisa das causas da inflação, segundo DAVIDSON (2006), evidencia que o aumento de preços spot (inflação de estoque) apresenta uma tendência de se dissipar, embora possa demorar algum tempo. Na medida em que o aumento dos preços (a vista) tende a estimular a produção industrial e consequentemente o aumento de estoques reduzirá os preços, pois não induz aumento dos custos de produção. No entanto, o risco é de que o aumento dos preços spot influencie a alta dos contratos relacionados aos preços a prazo (inflação de renda), promovendo uma elevação contínua dos preços. Para debelar este tipo de inflação o mecanismo mais eficiente seria uma política de renda que evitasse um aumento da renda monetária acima da produtividade por fator produzido. Segundo Weintraub, apud DAVIDSON (2006:698), existem três causas para a inflação de renda:

1. Diminishing returns inflation where the marginal productivity of workers decreases as output flow increases, even as the money cost per unit of factor input is unchanged. Diminishing returns inflation is probably small in most industrialized nations. Nevertheless, it is a real cost of expansion toward full employment where no one should have a vested interest in obtaining low prices just because output is low and employment is low.
2. Monopoly or profits inflation occurs when entrepreneurs attempted to raise prices relative to production costs, thereby increasing profit margin per unit of output.
3. Factor price inflation occurs when owners of the factor inputs of production demand higher monetary income for each unit of input relative to any improvement in productivity per unit of input, such as wage-cost inflation.

Segundo DAVIDSON (2006) e PALLEY (2013) uma boa exemplificação para este tipo de inflação pode ser observada nos EUA desde a década de noventa. Para os autores, até a década de 80, o processo inflacionário não promoveu uma disputa pela distribuição da renda entre trabalhadores e empresários, pois o governo, como observado nos EUA, estava disposto a criar demanda efetiva suficiente, por meio de acomodação monetária, que permitisse uma evolução conjunta dos preços e da produtividade marginal do trabalho e mantivesse a economia próxima ao nível de pleno emprego. Tal cenário mudou a partir da década de 90 como consequência do processo de liberalização e globalização, na qual a ligação entre os preços dos bens e serviços e a produtividade marginal do trabalho foi interrompida. A estagnação e perda real dos salários de uma parcela significativa de trabalhadores, associada ao aumento das desigualdades de renda nos países desenvolvidos, promoveu uma queda na renda e na demanda destas economias. Este hiato de demanda foi ocupado pelo sistema financeiro, favorecido pelo processo de desregulamentação financeira dos anos 80 e pela sua

capacidade de inovação, promovendo uma ampliação do volume de empréstimos para aquisição de bens duráveis, particularmente de imóveis residenciais, resultando no aumento do nível de endividamento das famílias e na formação de bolhas nos preços de ativos.

De acordo com DAVIDSON (2006:700), as causas da inflação segundo Weintraub são sintetizadas pela seguinte relação:

$$P = k\left(\frac{w}{A}\right)$$

A partir desta relação, tem-se que o nível de preços (P), depende da margem de lucro (k) e da relação entre o salário médio do trabalho (w) e a produção física média do trabalho (A). Como decorrência, a inflação de renda deve ser combatida por meio de política que limite os lucros monetários e salários acima da produtividade do trabalho. Nesta perspectiva de inflação de renda, DAVIDSON (2004 e 2006) argumenta que uma estratégia de combate a elevação de preços mais eficiente pode ser implementada por meio de uma política fiscal sobre a renda (*tax-based incomes policy*).

Este mecanismo de política fiscal anti-inflacionária foi apresentado por Weintraub que propõe a utilização de impostos punitivos sobre a renda de grandes empresas que acomodam aumentos nas suas margens de lucratividade ou dos salários acima dos ganhos de produtividade. Tal imposto se justifica, na medida em que a elevação do preço de bens e serviços destas empresas impacta sobre os preços absolutos de uma economia e deste modo devem ser restringidos, na medida em que são prejudiciais a sociedade (DAVIDSON 2004, 2006 e SICSU, 2003).

A introdução da política fiscal punitiva sobre a renda excessiva deveria ser permanente, evitando a sua impotência no caso de uma medida temporária, além de implantada como um sistema de sanções, ao invés de recompensa. Segundo DAVIDSON (2006:702): “Weintraub suggested that TIP was similar to the way the government enforces speed limits on the nation’s highways. If one exceeds the speed limit - which is always in place - one pays a speeding fine. Governments never pay good drivers for not exceeding the speed limit”.

Para SICSU (2003:129), esta política fiscal é mais eficaz do que a política monetária convencional de taxa de juros. Nesta última, observa-se que embora possa haver efetividade na queda da inflação, o efeito sobre atividade econômica manifesta-se na elevação da taxa de desemprego e diminuição da taxa de investimento. Tal fato decorre do impacto recessivo da elevação da taxa de juros sobre a demanda e os custos financeiros, ao afetar todas as empresas e trabalhadores,

independente do setor e do nível de pressão que cada um destes exerce sobre a inflação. Nesta mesma linha de argumentação DAVIDSON (2006:702) afirmam que:

Unfortunately, the United States and many other nations have never seriously attempted to develop a permanent penalty-oriented TIP. Instead, inflation has been fought via the typical monetarist “incomes policy of fear”—that is, restricting the growth of the money supply so as to create slack markets via recession. Those who raise their wages above productivity growth will then find themselves priced out of the marketplace. The real cost of such a monetarist incomes policy to many industrialized nations in the recent past has been significant. For countries such as Germany and France, double-digit unemployment rates—previously unseen since the Great Depression—have become the norm.

Uma última abordagem sobre fontes de inflação é apresentada por ARESTIS e SAWYER (2005), a partir da discussão sobre o tamanho da capacidade instalada de uma economia que não corresponde, necessariamente, ao nível de pleno emprego da força de trabalho. Nesta perspectiva, as pressões inflacionárias decorrem do nível de operação das empresas, do conflito distributivo e das pressões de demanda. No primeiro caso, as empresas operam abaixo ou acima da sua capacidade normal, determinando diversos níveis de desemprego, de renda e da demanda e consequentemente impactando sobre os níveis de preços da economia. O conflito distributivo deriva da tentativa de apropriação da renda por parte dos trabalhadores e empresários:

An increase in the rate of inflation can be viewed as arising from some combination of the intention of some groups to increase their share of income and on enhanced opportunity to do so. A higher level of demand for labour may, for example, be seen as an enhanced opportunity for workers to increase their share. But a related higher level of demand for output would allow firms to increase their profits (ARESTIS e SAWYER, 2005, p.960).

2. Política monetária keynesiana

A Política Monetária keynesiana exhibe um conjunto de elementos históricos e teóricos que a torna substancialmente diferente da visão convencional do NCM. O seu de partida é a discussão acerca de uma economia monetária da produção que assuma as funções primordiais de um BC relacionadas ao apoio às finanças do estado, à promoção do crédito e a estabilidade do sistema bancário, bem como identifica a importância do processo de evolução da firma bancária e o papel desempenhado por estas instituições. Um segundo aspecto aborda as causas e as políticas adequadas para lidar com processos inflacionários. Num terceiro ponto, destaca-se a importância da coordenação entre políticas econômicas, como um importante elemento para a eficiência da PM. A quarta característica se relaciona diretamente à PM no que se refere aos objetivos do BC, bem como à importância da sinalização para o público e os instrumentos clássicos.

As três funções históricas atribuídas ao BC dizem respeito à sua capacidade de suprir a necessidade de financiamento do Estado em períodos de exceção, minimizando, desse modo, o risco de um default da dívida pública. Em outro momento, ele busca a promoção do crédito, via estímulo aos bancos comerciais, concomitante à baixas taxas de juros, desde de que uma economia não estivesse no nível de pleno emprego, em virtude dos problemas inflacionários; além da garantia da liquidez do sistema bancário e, conseqüentemente, a confiança do público nas instituições depositárias e na moeda escritural, promovendo assim a estabilidade das instituições financeiras, enquanto prestador em última instância (DAVIDSON, 2006 e CARVALHO, 1995).

De modo complementar, identifica-se o processo de desenvolvimento do sistema bancário, descrito por CHICK (1994), no qual este evoluiu de pequenas instituições depositárias, principalmente de poupança, com baixos volumes de captação e empréstimos – nas quais a poupança era uma condição necessária ao investimento – para os modernos bancos, desde a década de 1970. Estas instituições depositárias passam a administrar ativamente os dois lados do balanço em um ambiente de ampliação da concorrência, tanto entre os próprios bancos, quanto em relação às demais instituições financeiras. A mudança de foco em relação às reservas (liquidez) é substituída pela adequação da disponibilidade de capital enquanto que os depósitos tornam-se amplamente aceitos como meio de pagamentos (CHICK, 1994).

Ao longo dos diversos estágios de evolução do sistema bancário, a relação entre a poupança e o investimento se inverte, tornando-se uma fonte perturbadora da estabilidade da economia, na medida em que os bancos passam a “emprestar um valor que é um múltiplo das reservas” (CHICK, 1994:12). Como resultado, “o investimento podia preceder a poupança: a poupança equivalente, em primeira instância, seria constituída pelos novos depósitos bancários oriundos da expansão dos empréstimos” (CHICK, 1994:17). Neste contexto, a elevada capacidade dos bancos de criarem crédito, independente das políticas econômicas, torna-se um importante elemento de explicação para a persistência dos processos inflacionários.

Uma segunda questão refere-se às causas da inflação expressas pela inflação de estoque e inflação de renda (KEYNES, 1971), tendo fortes implicações na definição da política econômica adequada para tratá-la. No caso de inflação de estoque (spot) políticas que desestimulem a demanda agregada, como políticas de taxa de juros, poderão ter algum efeito sobre o nível de preços, reduzindo a diferença entre a demanda e a oferta por bens e serviço (PALLEY, 2009). No entanto, a taxa de juros pode ter efeitos adversos sobre o nível de investimento, termos de troca, fluxos de capitais e câmbio, impactando negativamente sobre o nível de atividade econômica, bem como sobre a estabilidade financeira (SICSU, 2003 e ARESTIS, 2009).

No entanto, quando as causas da inflação são provenientes de conflito distributivo, como a elevação nos custos de produção e aumento dos lucros acima da produtividade do trabalho, estas políticas de demanda são inócuas e, conseqüentemente, a PM não tem grande efetividade. Neste caso, são necessárias políticas de renda “that is, some policy that constrains the owners of factors of production from demanding increases in the money income that exceed productivity increase per factor unit (DAVIDSON, 2006:698). Ademais, como enfatizado por ARESTIS (2009), a inflação também poderá ser gerada por outros fatores, como custos e o tamanho da capacidade instalada da economia, sendo que, nestes casos, assim como na situação de inflação de renda, a taxa de juros e, conseqüentemente, a PM não tem grande efetividade.

Uma terceira característica refere-se à necessidade de coordenação da política econômica e parte do princípio de que uma economia de mercado não apresenta uma “mão invisível” que conduza a economia para uma situação de “ótimo de Pareto”, exibindo deficiências que em boa medida podem ser suplantadas pelo desenvolvimento de instituições que reduzam os riscos e as incertezas de mercado (CARVALHO, 2009). Neste contexto, o planejamento econômico, executado pela coordenação entre políticas econômicas diversas desempenha um papel fundamental, dado que interagem entre si, com resultados que dependem do estado das demais políticas, bem como do próprio ambiente econômico (SICSU, 1998).

Para atingir os objetivos pretendidos, a política econômica utiliza-se de um instrumento para cada objetivo de modo a não ser restringida pelo princípio de Tinbergen, no qual é enunciado que a existência de mais de um objetivo para um mesmo instrumento promove a ineficiência das políticas econômicas no caso da existência de *trade off* entre os objetivos. Ademais os diversos instrumentos utilizados pelas políticas econômicas apresentam mecanismos de transmissão específicos, bem como a sua intensidade e defasagem, podendo-se obter resultados bem diferentes dos almejados. Por outro lado, a sua característica comum refere-se ao capacidade de alterar a demanda agregada (SICSU, 1998).

Desta forma, para que um instrumento de PM tenha maior efetividade, é necessária a coordenação com os demais instrumentos de políticas, particularmente com a política fiscal. Conforme destacado por SICSU (1998:94):

Embora a coordenação da utilização dos instrumentos de política macroeconômica seja imprescindível para a realização de uma política monetária bem sucedida, outros dois critérios devem ser observados para o julgamento sobre a eficiência de uma determinada ação monetária. Uma política monetária eficiente seria aquela que, além de criar o mínimo de utilização-contraditória entre seus instrumentos e os instrumentos de política fiscal, persegue um objetivo não-ambíguo e, também, emite o máximo de sinais aos agentes a fim de estimulá-los a agir no mesmo sentido da direção apontada/adotada pelas autoridades.

Um quarto aspecto da discussão enfatiza os objetivos da PM, relacionados ao estímulo ao crédito de curto prazo, para as antecipações de despesas e o investimento empresarial que promove aumento da demanda agregada no curto prazo e expansão da capacidade instalada das firmas no longo prazo. Para tanto, deve-se destacar que a moeda, enquanto reserva de valor, exibe características similares a de qualquer outro ativo da economia, pois permite aos indivíduos acumular e transportar riqueza ao longo do tempo, sendo a sua particularidade a inexistência de remuneração que é compensada pelo prêmio de liquidez.

Esta propriedade, associada à existência de incerteza fundamental, torna a moeda uma alternativa dos agentes para lidar com as alterações de expectativas em relação ao futuro, exibindo a racionalidade do comportamento de preferência pela liquidez. Como resultado, a simples existência de moeda afeta as decisões dos agentes econômicos e qualquer política econômica que altere o seu estoque e/ou os preços de ativos, induzirá as alterações de portfólio dos agentes que, dependendo de suas decisões, terão impacto sobre variáveis reais da economia (SICSU, 1997).

Nos termos definidos por Keynes (1971), a renda monetária gerada em uma economia pode ser utilizada para a compra de bens e serviços, inclusive bens de capital (circuito industrial) ou retida sobre a forma de ativos não-reprodutíveis e moeda (circulação financeira). A inter-relação entre estes dois circuitos, intermediados pela taxa de juros, é exatamente o ambiente onde a política monetária impacta sobre a liquidez de uma economia. Um BC terá efetividade em sua PM quando conseguir estimular os agentes econômicos transferirem recursos da circulação financeira para a circulação industrial, ou vice-versa, variando o nível de gastos e deslocando a demanda agregada o produto, o emprego e o nível de renda da economia.

Nesta perspectiva, normalmente a PM promove uma combinação de efeitos nas variações das quantidades (reservas) e dos preços (taxa de juros), embora o resultado dependa da preferência pela liquidez dos agentes, em destaque, a preferência dos bancos e sua capacidade de reorganizar a sua carteira, eliminando os efeitos de quantidade e, conseqüentemente, o impacto sobre o nível e preços. Deste modo, o objetivo pretendido pelo BC dependerá da preferência pela liquidez dos indivíduos, do estado de expectativas do mercado e do grau de confiança, bem como do arranjo institucional de cada país, meios pelos quais a taxa de juros é transmitida (CHICK e DOW, 2002).

É nestes termos que a teoria monetária pós-keynesiana define o papel da PM, na qual a intervenção do BC sobre a liquidez da economia, altera os preços relativos dos diversos ativos existentes, incluindo o próprio prêmio de liquidez da moeda, induzindo os agentes econômicos a revisarem a sua composição de portfólio, alterando o *trade off* entre prêmio de liquidez e rentabilidade, no sentido almejado pelos objetivos da PM. Segundo SICSU (1997:92):

Uma política monetária que visa à redução do desemprego deve estimular o *animal spirits* da economia de tal forma que a incerteza futura tenha uma influência mais restrita sobre as decisões de investimento: busca-se aumentar o retorno total esperado relativo dos ativos de capital. Dessa forma, uma alteração de composição de portfólio do público a favor da aquisição de máquinas e realização de obras tornar-se-ia menos arriscada. A troca da liquidez da moeda com rendimento nulo pela iliquidez dos ativos de capital com retornos esperados positivos deve se transformar, pela ação da política monetária, na opção mais rentável e segura para os agentes, consequentemente, reduzindo o desemprego.

A eficiência da PM prescinde da emissão de sinais (informação) ao mercado acerca das intenções do BC, de modo a estimular que os agentes atuem na mesma direção. A sinalização desempenha um papel importante, permitindo não só uma amplificação dos instrumentos operacionais (operações de mercado aberto, redesconto e reservas compulsórias), mas também reduzindo a incerteza dos agentes nas decisões de gastos, em especial, no investimento empresarial. Em grande medida, o efeito da comunicação sobre a eficiência da PM deve-se ao fato de que os indivíduos reconhecem que governo dispõe de instrumentos potentes que lhe permitem alcançar os objetivos anunciados, alterando o ambiente econômico. Segundo SICSU (1988:96):

[...] os sinais emitidos pelas autoridades podem induzir à formação de expectativas auto-realizáveis: agentes acreditam que determinado contexto futuro ocorrerá, então, tomam decisões consistentes com suas expectativas, que terminam por ser validadas pela realidade - dado que os agentes agiram para construir aquele cenário esperado.

Neste ponto destaca-se a proposição de KEYNES (1982:166-167) de que “empregamos a nossa inteligência em antecipar o que a opinião geral espera que seja a opinião geral [...] A sabedoria universal indica ser melhor para a reputação fracassar junto com o mercado do que vencer contra ele”. Deste modo, em períodos normais, as sinalizações de PM que sejam capazes de influenciar a opinião dos indivíduos em relação ao comportamento médio dos agentes terão, no futuro, mais efetividade, reduzindo as incertezas e estimulando atitudes no sentido almejado pela política econômica.

Ademais, como enfatizado por BIBOW (2005), o conceito de convenção é relevante para a discussão sobre o canal de expectativas e a eficácia da PM. Embora possam ser estabelecidos certos padrões por parte dos agentes em relação à taxa de juros, as alterações desta, por meio de PM, impactam sobre as expectativas dos agentes de modo que estes irão caminhar no sentido indicado pela autoridade monetária. No entanto, em determinadas circunstâncias, o canal de expectativas pode operar em sentido oposto à sinalização da autoridade monetária, de modo a neutralizar os seus efeitos. Segundo BIBOW (2005:20): “More generally, then, one may consider policy communication as the key tool directed at steering market expectations in line with policy intentions; backed up by

the possibility of actually carrying out open market operations if that threat is held credible by the markets”. BIBOW (2006:21) argumenta também que:

Due to the insight that the long-period norm is established by *some* convention Keynes became far more alert to the complexity of influence of monetary policies on interest rates. In theory, the problem is that the convention the financial system comes up with may be wrong and the economy gets stuck in an unemployment equilibrium as a consequence. In practice, the convention is moulded largely by monetary policy itself anyway, but the authority may fail to change it when needed namely for failure of convincing the banks to follow suit.

De modo complementar, a operacionalidade depende dos instrumentos clássicos de PM, quais sejam, redesconto, reservas compulsórias e operações de mercado aberto. No primeiro caso, a teoria pós-keynesiana identifica a função de provisão de liquidez como essencial para atuação do BC enquanto prestador de última instância. Embora seja operacionalizada, em períodos normais, por meio de taxas punitivas sobre empréstimos de liquidez e acesso excepcional à uma fração das reservas depositadas, a adoção deste instrumento pode representar limitações à utilização dos outros dois, na medida em que afeta a base monetária e a taxa de juros, reduzindo a eficácia da PM.

As reservas compulsórias, por outro lado, representam a possibilidade da PM de afetar as decisões de curto prazo dos agentes econômicos, particularmente, promove uma variação na quantidade de moeda manual nos bancos depositários e nas taxas de juros, alterando o volume de empréstimos (SICSU, 1998:100). Na medida em que este instrumento não afeta diretamente o mercado interfinanceiro, mas os custos dos depósitos (spread), principalmente quando os BCs adotam critérios de reservas médias, a sua eficácia para influir sobre os investimentos é questionada. Ressalta-se ainda, que as exigências de reservas compulsórias se constituem em um instrumento prudencial, na medida em que obriga os bancos a recolherem uma parcela dos depósitos à vista e a prazo, limitando os riscos de iliquidez.

As operações de mercado aberto são identificadas como o principal instrumento de PM, pois alterarem a taxa básica de juros de curto prazo, afetando a taxa de lucro das instituições bancárias (BIBOW, 2005). Esta taxa, adicionada de um *markup* determina a taxa de desconto utilizada pelos empresários no cálculo da eficiência marginal do capital. Embora seja um instrumento de efeito indireto, pois que alterações na taxa de juros via sistema interbancário influenciam e não determinam a mudança de portfólio dos agentes, esta PM objetiva, ao ampliar a liquidez do sistema bancário, estimular uma troca de ativos mais líquidos por ativos menos líquidos representados por bens de capital.

3. Algumas considerações sobre os mecanismos de transmissão da política monetária

A teoria monetária Pós-Keynesiana identifica a capacidade do BC em manipular o estoque de moeda (reservas bancárias) para alterar a quantidade e a taxa de juros dos ativos líquidos (nos mercados monetários). Deste modo, o BC detém a capacidade de definir e poderá impor a taxa básica de juros de uma economia. No entanto, não existe, obrigatoriamente, uma relação direta e de mesma magnitude com as demais taxas de juros da economia, inclusive em relação às taxas de longo prazo. Conforme abordado por ARESTIS e SAWYER (2006:853) “[i]t is not changes in the absolute level of the rate of interest, but changes in relative interest rates that provide the mechanism whereby the preferences of borrowers are reconciled with the desire to hold the resulting deposits”.

Deste modo, as alterações na taxa de política irão induzir e não determinar a reestruturação do portfólio dos agentes privados, de modo a aumentar ou reduzir a demanda por ativos financeiros e reproduzíveis, estimulando ou deprimindo a produção a renda e o consumo da economia no curto e longo prazo. Nesta perspectiva, a PM opera na esfera da circulação financeira, estimulando a transferência de recursos para a circulação industrial, notadamente em variações nos empréstimos de curto prazo (capital de giro), através de efeitos de quantidade e preço, e na taxa de investimento, por meio dos efeitos da taxa básica sobre o preço dos demais ativos (CARVALHO, 1994:46). Ademais os impactos das mudanças na taxa de juros dependerão da capacidade do BC alterar as expectativas de mercado (BIBOW, 2005).

Como consequência, as decisões de portfólio dos agentes privados (bancos e firmas) irão depender de um conjunto de elementos relacionados às suas expectativas e incertezas sobre o comportamento futuro da economia, além do grau de confiança no prognóstico, que determinam a preferência pela liquidez. Ademais os agentes irão estabelecer comparações entre os preços correntes dos ativos em relação ao que entendem por preços normais, e segundo CARVALHO (1994:46):

É a arbitragem entre valores correntes e normais de um mesmo título ou entre preços relativos e normais dos diversos tipos de títulos que transmite os impulsos introduzidos pela autoridade monetária através das operações de mercado aberto às ações dos operadores finais, demandantes de bens e serviços da economia.

De forma mais específica, uma PM que objetive reduzir o desemprego irá por um lado depender das ações do BC e, por outro, das reações dos bancos comerciais, das firmas e dos consumidores. Em última instância, dependerá das decisões de portfólio de cada um dos agentes (SICSU, 1998:104). A principal implicação do dinheiro endógeno refere-se à existência de uma forte interação entre a PM e a preferência pela liquidez cujos resultados para a atividade econômica (investimento) irão influenciar o comportamento futuro de variáveis macroeconômicas que são

utilizadas pelo BC, na determinação das taxas de juros. Segundo ARESTIS e SAWER (2006:853), “[t]he Central Bank changes the key interest rate from time to time, which leads to the question of the forces that influence or determine the Central Bank interest rate in the longer term”.

Conforme abordado na seção anterior, as políticas de *open market* afetam as taxas de juros de curto prazo e o custo das reservas e, dependendo da preferência pela liquidez dos agentes e da arbitragem na curva de rendimentos^[1], serão transmitidas para as taxas mais longas, impactando sobre o portfólio dos agentes, a demanda e principalmente o investimento. Por outro lado, as variações nas reservas compulsórias, dada a preferência pela liquidez dos agentes, terão efeito sobre o volume de moeda disponível nos bancos que afetam os custos e o volume de empréstimos de curto prazo. Deste modo, a PM para ter efeito sobre a atividade econômica irá depender do comportamento dos agentes, bancos, firmas e consumidores. A seguir são apresentados os “três” estágios de transmissão da PM.

Os bancos representam o primeiro estágio da transmissão da PM, pois estes estabelecem uma relação direta com o BC, por meio de operações de mercado aberto (interbancário), reservas compulsórias e redesconto. Ao promover a compra ou venda de ativos líquidos (no interbancário) e/ou exigências de reservas, o BC altera a quantidade de moeda disponível e o preço/custo dos bancos comerciais, almejando que estes caminhem na direção sinalizada pela PM (CARVALHO, 1994:48). No entanto, os bancos são agentes que tomam decisões em um ambiente de incerteza e, dadas a sua principal característica de gerenciar a maturidade dos seus ativos e passivos, exibem expectativas de retorno e preferência pela liquidez (PAULA, 1999).

Desta forma, as alterações nos volumes de reservas e nos preços, por meio de mudanças nas reservas bancárias, serão transmitidas aos empréstimos e financiamentos bancários. Segundo ARESTIS e SAWYER (2006), a taxa de empréstimos dos bancos é estabelecida a partir de um *markup* sobre a taxa básica, sendo que o *markup* varia de acordo com a preferência pela liquidez, poder de mercado e nível de aversão ao risco, além da qualidade de crédito concedido em relação ao perfil dos mutuários. Ressalta-se ainda que a preferência pela liquidez se altera em decorrência da incerteza gerada por mudanças no ambiente de negócios e/ou expectativas ao longo de um ciclo de negócios.

A preferência pela liquidez na perspectiva dos bancos pode ser entendida como as decisões de portfólio, em relação ao lado do ativo. Normalmente os principais elementos de sua carteira são os empréstimos, que são ilíquidos e os títulos que variam de alta até baixa liquidez. Logo, as mudanças na preferência pela liquidez farão com que este altere a composição de seu ativo, e ao fazê-lo, impacta sobre a demanda e oferta de títulos no mercado secundário, alterando desta forma o preço dos diversos títulos, além da concessão de empréstimos adicionais. Deste modo, as mudanças na preferência pela

liquidez, que alteram a composição do portfólio dos bancos, afetam os preços relativos e consequentemente a operacionalização da PM e seus efeitos sobre a demanda agregada (ARESTIS e SAWYER, 2006).

Uma PM de compra de ativos líquidos (p. ex. títulos do governo) que promova um aumento da quantidade de reservas nos bancos comerciais terá três possíveis resultados: i) Retenção do excesso de moeda (aumento de reservas voluntárias); ii) Compra de ativos financeiros nos mercados secundários; e iii) Compra de ativos financeiros nos mercados primários. Na primeira situação descrita, os bancos operam de forma a esterilizar o excedente de moeda na economia impedindo que a PM tenha qualquer efeito. Segundo CARVALHO (1994:48): “Em circunstâncias de acentuada insegurança e na ausência de alternativas, os bancos podem preferir o prêmio de liquidez da moeda à possibilidade de ganhos pecuniários com aplicações”.

Por outro lado, a compra de ativos, pelos bancos, em mercados secundários, transporta a PM inteiramente para a circulação financeira. Nesta situação, três resultados poderão emergir: i) ocorrerá uma realocação entre ativos financeiros nos portfólios dos detentores de títulos, sem efeito significativo sobre os ativos de capital; ii) deslocamento de uma parte dos recursos aplicados em títulos para os ativos de capital, aumentando a demanda por crédito e investimento; e iii) As instituições depositárias poderão repassar o excedente de moeda para outras instituições financeiras não bancárias, de modo que o efeito dessa política dependerá da forma de utilização destas. (CARVALHO, 1994:49).

Na terceira possibilidade, a compra de títulos de instituições não financeiras no mercado primário pelos bancos comerciais, tende a apoiar a necessidade de capital de giro e investimento empresarial das firmas que promoverão a expansão da demanda agregada. Neste ponto, ressalta-se a visão keynesiana na qual a função histórica dos bancos é apoiar a necessidade das firmas por recursos monetários de curto prazo. Estas produzem a partir das expectativas em relação à demanda por seus bens e serviços, e desta forma, recorrem aos bancos para adiantamentos^[2], normalmente necessários, para o pagamento a fornecedores e empregados que antecedem a venda ao mercado. Ademais, tais recursos são necessários para a realização de investimentos, na medida em que apoiam *finance* e o *funding*.

Deve-se destacar que a partir da preferência pela liquidez das instituições depositárias identifica-se a possibilidade de racionamento de crédito, como um comportamento “normal” dos bancos, como observado por DOW (1996) em relação às pequenas empresas^[3]. Ademais, o nível de racionamento de crédito tende a se alterar ao longo do ciclo econômico, como decorrência da variação na percepção dos bancos em relação aos riscos de inadimplência, ampliando a exigências de colaterais

e evitando compromissos adicionais que comprometam a sua liquidez (DOW, 1996). Tal questão também é abordada por WOLFON (1996), que argumenta que o nível de racionamento de crédito irá depender da fase do ciclo econômico.

O segundo estágio de transmissão da PM irá depender das decisões empresárias de produção e investimento, caso os bancos caminhem na direção sinalizada pela PM, sendo as preferências pela liquidez e as mudanças nas taxas relativas de empréstimos, ajustadas por *markup*, a referência para o custo de capital das firmas, e não na taxa básica de juros (ARESTIS e SAWYER, 2006). Deste modo uma vez que existam instituições financeiras dispostas a fornecer financiamento às empresas, a um determinado preço, estas irão confrontar o custo de capital (r) à eficiência marginal do capital (EMgC), além das suas próprias expectativas de curto e longo prazo e preferência pela liquidez, para decidirem sobre novos investimentos.

A decisão de investimento, condicionada à igualdade entre EMgC e a taxa de juros, equivale à proposição de que o preço de oferta é igual ao preço de demanda^[4], sendo pouco influente sobre as decisões de curto prazo, na medida em que as expectativas para períodos mais curtos, tendem a aceitar a manutenção das condições econômicas atuais no ambiente de negócios. Nos termos definidos por KEYNES (1982) é suposto que a taxa de juros tem pouco impacto sobre as decisões de investimento de curto termo, bem como em relação ao *work capital* e o *liquid capital*, sendo estes dois últimos influenciados pelo nível de renda e expectativas nas variações nos preços, respectivamente.

De outro modo, a taxa de juros e as expectativas das firmas são relevantes para as decisões de investimento em capital fixo que envolve um prazo longo de maturação e retorno. Em relação à primeira, a taxa de desconto depende da taxa de remuneração livre de risco e do *spread* de risco. Para que o investimento seja sensível às variações da taxa de juros, o *spread* não poderá ser muito elevado, caso contrário, a incerteza em relação à demanda poderá inibir a realização do investimento. Neste ponto deve-se ressaltar que a taxa de juros é relevante para a decisão marginal de investimento, na medida em que determina o tamanho do projeto a ser implantado.

No que se refere às expectativas, os rendimentos esperados e o estado de confiança regem as decisões de investimento de longo prazo. O primeiro refere-se ao fluxo de caixa esperado dos projetos de investimento. No entanto, KEYNES (1982) enfatiza o estado de confiança, a partir do conceito de incerteza não probabilística. Neste, as decisões dos agentes são exógenas e referem-se ao grau de confiança que estabelecem a partir de suas próprias conjecturas sobre a projeção de rendimentos esperados. Deste modo, os agentes podem partir de uma mesma expectativa, mas tomarem decisões diferentes, como decorrência de divergências em termos do grau de confiança nas expectativas.

Como resultado do exposto, as implicações para a PM são substanciais, na medida em que alterações na taxa de juros e/ou no fornecimento de crédito terão pouco efeito sobre os investimentos de curto prazo, sendo mais significativos os efeitos das expectativas de curto prazo. Por outro lado, as taxas de juros são mais influentes nas decisões marginais de investimento de longo prazo, uma vez que as expectativas de rendimentos e principalmente o estado de confiança nestas expectativas serão determinantes para as decisões de investimentos em capital fixo. Segundo KEYNES (1982:171) “Da minha parte sou, presentemente, algo cético quanto ao êxito de uma política meramente monetária orientada no sentido de exercer influência sobre a taxa de juros”. Nesta perspectiva, a principal contribuição de uma PM será a manutenção da taxa de juros baixa e estável de modo a proporcionar um ambiente favorável à realização de negócios.

Ressalta-se que esta proposição de KEYNES (1982) acerca da baixa efetividade da PM em alterar a taxa de juros e estimular o investimento empresarial destoa da proposição de CARVALHO (1994) e SICSU (1998, na medida em que estes autores identificam que a PM terá maior efetividade em alterar o estoque de reservas e a taxa de juros de curto prazo, além de maior impacto sobre as decisões de investimento empresarial. Nesta discussão, entretanto, observa-se que as divergências se referem ao grau de efetividade de uma PM, tanto em alterar a taxa de juros, como de induzir mudanças nas decisões de portfólio das firmas e deste modo estimular a transferência de recursos monetários da circulação financeira para a circulação industrial.

No terceiro estágio de transmissão da PM, representado pelas decisões de gastos de consumo, a partir de fontes de financiamento disponíveis (por exemplo, crédito bancário), embora não seja uma temática amplamente abordada por KEYNES (1971 e 1982), uma vez que este enfatizou o investimento como o elemento central da demanda, esta questão passou a ser relevante nas últimas décadas, como sublinhado por PALLEY (2009) a partir da década de 1980. Segundo BIBOW (2005), Keynes já ressaltara que mudanças inesperadas no valor do capital das famílias, particularmente no mercado de ações, poderiam gerar impacto de curto período na preferência pela liquidez destes indivíduos e consequentemente na propensão marginal a consumir.

Tal situação poderia ser agravada, quando a fonte de recursos para aplicação fosse emprestada. Ademais, Keynes identificava que estes eram mais fortemente influenciados pelos ganhos e perdas nos títulos detidos, do que propriamente nos seus rendimentos. Segundo (BIBOW, 2005:24):

With a stock-minded public as in the United States today, a rising stock-market may be an almost essential condition of a satisfactory propensity to consume; and this circumstance, generally overlooked until lately, obviously serves to aggravate still further the depressing effect of a decline in the marginal efficiency of capital” (JMK 7: 319). In today’s context,

adding property prices and mortgage finance does not diminish the importance of such concerns, but enhances them.

Observa-se, deste modo, que a eficácia da PM irá depender das decisões dos agentes, sistema bancário e firmas, em relação à utilização dos recursos excedentes e segundo CARVALHO (1994:50):

Se esses dois grupos operam em sintonia, a ação do Banco Central far-se-á sentir, por um lado, na disponibilidade de crédito de curto prazo, oferecido diretamente pelos bancos às firmas, permitindo a estas a compra do capital circulante necessário à produção; por outro lado, por mecanismos mais complexos e indiretos, através da acomodação de portfólio, primeiro de instituições financeiras e depois das firmas investidoras, afetar-se-á a aquisição de bens de investimento, com impactos sobre a geração de renda e emprego.

No entanto, estes canais podem não funcionar quando a economia se encontra em recessão. Tal fato se deve, no caso das políticas de reservas, ao que pese o aumento das disponibilidades bancárias, dependerem da preferência pela liquidez dos bancos e das decisões empresariais de produção, que são influenciadas pelas expectativas em relação à demanda. Como neste período a demanda tende a reduzir, as empresas não irão expandir a capacidade instalada, tornando esta PM sem efeito. De modo complementar, neste período, é muito mais provável que a taxa de juros de curto prazo não consiga produzir, através de problemas de arbitragem na curva de rendimentos, reduções nas taxas de juros de longo prazo (CARVALHO, 1994:36).

De modo complementar, em períodos de crise econômica, pode prevalecer o “*animal spirits*” no qual os indivíduos agem de forma irracional e motivada por fatores não econômicos. Como decorrência, reduções na taxa de juros não exercerão nenhum impacto sobre a atividade econômica, bem como a PM que aumente a quantidade de moeda à disposição dos bancos (redução de compulsório) não terá impacto sobre crédito. Nesta situação, na qual a PM perde completamente a sua eficácia, o instrumento que o BC dispõe é a compra direta de ativos (títulos governamentais) no mercado, sem a intermediação de instituições bancárias com vem sendo observado desde o início da crise de 2007, além da utilização de políticas fiscais anticíclicas. Segundo ARESTIS (2009:13):

Failure to recognize the importance of “animal spirits” in monetary policy can lead to wrong conclusions, for under such circumstances, monetary policy can become ineffective. Witness the experience since August 2007, over which period interest rates have been reduced substantially, but have had a very feeble effect. Also, the idea that recapitalizing the banks would allow them to lend again has not worked. Once “confidence” evaporates, banks refuse to lend, however well capitalized they may happen to be. So much so that quantitative easing, whereby the government guarantees assets acquired by the central bank, may be necessary. Indeed, full-scale nationalization of the banking sector is not ruled out either.

Finalmente, ressalta-se a importância de uma análise dinâmica das relações entre a PM e a preferência pela liquidez dos bancos e das firmas, integrada ao comportamento cíclico de uma economia, como proposto por MINSKY (2013) no desenvolvimento da Hipótese de Fragilidade Financeira (HFF). Nesta perspectiva, PAULA (1999), ALVES e PAULA (2003) e ALVES, DYMSKI e PAULA (2008) buscam, numa abordagem estruturalista, compatibilizar este debate com o foco principal nas decisões de portfólio dos bancos em um ambiente de incerteza não probabilística. Ademais, as PM contracionistas ou expansivas não terão impacto determinístico sobre os bancos, pois estes podem operar endogenamente, em relação aos depósitos e à oferta de créditos na economia, desde que seja rentável para estas instituições (PAULA, 1999).

Deste modo, as decisões de portfólio dos bancos e das firmas podem ser compatibilizadas com a HFF, pois as posturas adotadas pelas instituições depositárias dependem do grau de incerteza e consequentemente da preferência pela liquidez enquanto que as decisões das firmas dependerão do grau de confiança nas expectativas de longo prazo, podendo sofrer alterações ao longo das fases do ciclo econômico. Durante a fase expansiva de um ciclo econômico, existe uma tendência dos bancos e das firmas tornarem-se mais endividados, e tal comportamento tem impacto sobre o risco de iliquidez e solvência dessas instituições, bem como poderá gerar fortes impactos sobre o nível de atividade econômica (ALVES *et al.* 2008).

Tal fato decorre das firmas assumirem uma postura especulativa, reduzindo suas margens de segurança para enfrentar seus compromissos financeiros, enquanto os bancos adotam uma postura mais acomodatória quanto à oferta de crédito, aceitando uma estratégia menos avessa ao risco (aumentando o risco de liquidez e promovendo uma maior alavancagem). Mesmo que possam existir diferentes estratégias entre os bancos (alguns mais agressivos e outros mais conservadores em relação à expansão da carteira de crédito), de modo geral, todos os bancos passam, em maior ou menor grau, a adotarem estratégias expansivas, pois isto garante a eles o seu “*market share*” (ALVES *et al.* 2008).

No entanto, a fase de desaceleração cíclica, em que as unidades econômicas exibem uma estrutura financeira fragilizada (podendo passar de unidades especulativas para Ponzi), os bancos reagirão com o aumento na preferência pela liquidez, reduzindo sua oferta de crédito (assim como sua maturidade), mantendo reservas adicionais e comprando ativos líquidos. Assim, bancos como um todo – face à deterioração da qualidade de suas carteiras de crédito - tendem a contrair a oferta de crédito, ampliando a propagação da crise, cuja profundidade depende da capacidade de uma ação anticíclica por parte das autoridades econômicas. (ALVES *et al.* 2008).

Neste contexto, as PM poderão impactar de várias formas sobre o sistema financeiro e a atividade econômica. Alterações na condução de políticas econômicas, como por exemplo, elevações da taxa de juros podem impactar negativamente sobre o fluxo de caixas das unidades e, conseqüentemente, inviabilizarem o cumprimento de suas obrigações. Dessa forma as variações nos ciclos econômicos ocorrem como consequência das dinâmicas internas da economia capitalista e do sistema de intervenção e regulação do estado (MINSKY, 2013).

Ademais, WOLFSON (1996) destaca, a partir da HFF, que PM que promovam a elevação da taxa de juros podem empurrar o sistema financeiro para uma crise gerando aumento das obrigações de pagamentos em moeda relativas a trocar receitas e ocasionando redução do valor de mercado dos ativos. Estes conduzirão para mudanças (e frequentemente mudanças súbitas) nas atitudes de banqueiros para o perigo de emprestar, ou seja, o desenvolvimento endógeno de expectativas. Como consequência, o grau do racionamento de crédito irá depender em parte da fase do ciclo econômico e o aumento do racionamento de crédito também contribuirá para o fim da expansão de ciclo-econômico e o começo da recessão.

Considerações Finais:

A teoria pós-keynesiana contrapõe ao atual modelo de política monetária de um regime de metas de inflação, baseado no Novo Consenso Macroeconômico e referenciado na ideia de que a inflação é um fenômeno monetário do lado da demanda e, deste modo, deve ser combatida exclusivamente por meio de políticas monetárias. Em contraponto, identifica-se que a taxa de juros não se constitui no instrumento mais adequado para manipular a demanda agregada em virtude dos impactos indesejados que esta provoca nas decisões de investimento. Ademais, keynesianos identificam a importância da inflação de custo, resultante de variações nos componentes da oferta na qual a taxa de juros tem baixa efetividade, atuando sobre a consequência ao invés da causa.

Ressalta-se ainda, que a transmissão da política monetária na visão keynesiana se processa de forma menos mecânica, sendo fortemente influenciada pela preferência pela liquidez dos agentes, com destaque para o papel desempenhado pelo sistema bancário. Tal fato se deve à capacidade das instituições depositárias criarem moeda escritural que é amplamente aceita para a liquidação de contratos. Nesta perspectiva teórica, a incerteza fundamental e o estado de confiança importam e podem gerar racionamento de crédito, cujos efeitos são transmitidos para a economia real.

Finalmente deve-se reforçar que o regime de metas, restrito a uma meta única de estabilidade de preços, e ausência de outros objetivos para a política monetária, tais como bem-estar econômico, baixo desemprego e estabilidade financeira, bem como a ausência de coordenação com as demais

políticas econômicas (fiscal, financeira, industrial etc.) pode subutilizá-la para alcançar objetivos econômicos mais amplos.

Bibliografia

- AMADEO, E. e DUTT, A. “Os keynesianos neo-ricardianos e os pós-keynesianos”. In: LIMA, Gilberto T. e SICSÚ J. (org.). *Macroeconomia do Emprego e da Renda*. São Paulo: Ed. Manole. 2003.
- ALVES A.; DYMSKI, G. and PAULA, L. “Banking Strategy and Credit Expansion: a Post Keynesian Approach”. *Cambridge Journal of Economics*, v. 32, n.3, p. 395-420, 2008.
- ALVES A. e PAULA, L. “Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskiano”. *Análise Econômica*, v. 21, n. 39, p.135-162, 2003.
- ARESTIS, P. e SAWYER, M. “Can monetary policy affect the real economy?” *European Review of Economics and Finance*, vol. 3, n. 2, p. 9–32, 2004a.
- _____. “On the effectiveness of monetary policy and of fiscal policy”, *Review of Social Economy*, vol. 62, n. 4, p. 441–463, 2004b.
- _____. “Aggregate demand, conflict and capacity in the inflationary process”, *Cambridge Journal of Economics*, v. 29, n. 6, p. 959–974, 2005.
- _____. “The nature and role of monetary policy when money is endogenous”, *Cambridge Journal of Economics*, v. 30, n. 6, p. 847–860, 2006.
- _____. “New consensus macroeconomics and inflation targeting”. *Economia e Sociedade*, v. 17, número especial, p. 631-655, 2008.
- ARESTIS, P.; PAULA, L. e FERRARI, F. “A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil”, *Economia e Sociedade*, v. 18, n. 1, p. 1-30, abr., 2009.
- BIBOW, J. “Liquidity Preference Theory Revisited - To Ditch or to Build on It?”, *The Levy Economics Institute*, Working Paper n. 427, 2005.
- _____. A Post Keynesian Perspective on the Rise of Central Bank Independence: A Dubious Success Story in Monetary Economics. **Levy Economics Institute**, Working Paper n. 625, 2010.
- CARVALHO, F. “Da síntese neoclássica a redescoberta de Keynes”, *Análise Econômica*, v. 6, n. 9, p. 3-21, 1988.
- _____. “Fundamentos da Escola Pós-Keynesiana: A Teoria de uma economia Monetária”. In: AMADEO (org.). *Ensaio sobre economia política moderna*. São Paulo: Editora Marco Zero, 1989.
- _____. “Temas de política monetária keynesiana”, *Ensaio FEE*, v. 15, n. 1, p. 33-61, 1994.
- _____. “A independência do Banco Central e a disciplina monetária: observações cétricas”, *Revista de Economia Política*, v. 15, n. 4, 1995.
- _____. “Sobre a centralidade da teoria da preferência pela liquidez na macroeconomia pós-keynesiana”. *Ensaio FEE*, v.17, n.2, p. 42-77, 1996.
- _____. “Teoria e políticas monetárias: Uma visão pessoal sobre uma relação difícil”. *Econômica*, v. 6, n. 2, p. 315-334, 2004.
- _____. “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, 2005.

- _____. “Sobre a preferência pela liquidez dos bancos”. In PAULA, L. e OREIRO, J. (Org.). *Sistema Financeiro: Uma análise do setor bancário brasileiro*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2007.
- _____. “Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana”, *Revista Análise Econômica*, v. 26, n. 50, p. 7-25, 2008.
- _____. Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos acordos da Basileia. In SOBREIRA R. **Regulação Financeira**. Ed. Atlas, 2005
- _____. *O retorno de Keynes*. Aula Magna proferida no 36º Encontro Nacional de Economia. ANPEC, 2009.
- CARVALHO, F. e SICSU, J. “Controvérsias recentes sobre controles de capitais”. In: SICSÚ, J. e FERRARI, F. *Câmbio e Controle de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- CHICK, V. “A Evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e do juro”. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 15, n. 1, p. 9-23, 1994.
- _____. “Sobre sistemas abertos”. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, 13: 7-26, 2003.
- DAVIDSON, P. *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Edward Elgar: Aldershot. 2004.
- _____. “Can, or should, a central bank inflation target?” *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 28, n. 4, p. 689-703, 2006.
- DOW, S. C. “Horizontalism: a critique”. *Cambridge Journal of Economics*, v. 20, n. 4, p. 497-508, 1996.
- FERRARI, F. e PAULA, L. “Regime cambial, conversibilidade da conta capital e performance econômica: a experiência recente de Brasil, Rússia, Índia e China”. In Ferrari F. e Sicsú J. (org.), *Câmbio e Controle de capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos*. Rio de Janeiro: Campus-Elsevier, p. 184–221. 2006.
- _____. “Exchange rate regime proposal for emerging countries: a Keynesian perspective”. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 31, n. 2, p. 227 -248, 2008.
- FONTANA, G. e VERA, A. “Are long-run price stability and short-run Output stabilization all that monetary policy can aim for?” *Metroeconomica*, v. 58, n. 2, p. 269-298, 2007.
- KEYNES, J. *A Treatise on Money*. London: MacMillan, 1971.
- _____. *Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda*. São Paulo: Atlas, 1982.
- MINSKY, H. *Estabilizando uma economia instável*. Osasco: Novo Século Editora. 2013.
- MODENESI, A. *Regimes monetários: teoria e experiência do real*. São Paulo: Ed. Manole. 2005.
- MODENESI, A. e PIRES C. “Mecanismo de Transmissão da Política Monetária: uma abordagem micro-macro integrada”. V *Encontro da Associação Keynesiana Brasileira*, 2012.
- OREIRO, J. “Economia Pós-Keynesiana: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros”, *Ensaio FEE*, v. 32, n. 2, p. 283-312. 2011.
- PALLEY, T. “Endogenous money: what it is and why it matters”. *Metroeconomica*, v. 53, n. 2, 2002.
- _____. “A Post Keynesian Framework for Monetary Policy: Why Interest Rate Operating Procedures are not enough”. In GNOS, C. e ROCHON, L. P. (editor) *Post-Keynesian principles of economic policy*. Ed. Edward Elgar. 2005
- _____. “Gattopardo economics: The crisis and the mainstream response of change that keeps things the same”. *Conference of the National Association of Post-Graduate Centers for Economics (ANPEC) of Brazil*, Porto de Galinhas, Brazil, December 12 - 16th, 2012.

- PAULA, L. “Dinâmica da Firma Bancária: uma abordagem não convencional”, *Revista Brasileira de Economia*, v. 53, n. 3, p. 136-142, 1999.
- PAULA, L e PIRES, M. “The effects of fiscal policy after the global recession: assessing the evidences”, *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 33, n. 2, p. 315-321, 2012.
- SOBREIRA, R. “Preferência pela liquidez e comportamento dos bancos: para uma teoria pós-keynesiana da firma bancária”. *Dissertação de Mestrado*. Niterói: UFF, 1995.
- SICSÚ, J. “A negação da ineficácia da política monetária: a alternativa de Keynes e dos pós-keynesianos”, *Revista de Análise Econômica*, v. 15, n. 28, p. 80-107, 1997.
- _____. “Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana”. *Revista de Análise Econômica*, v. 21, n. 39, p.115-136, 2003.
- SICSÚ, J. e FERRARI, F. *Câmbio e controle de capitais: avaliando a eficácia de modelos macroeconômicos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- WOLFSON, M. H. “A Post Keynesian theory of credit rationing”. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 3, n.18, p. 443-470, 1996.
- WRAY, R. “A teoria do dinheiro de Keynes: uma avaliação após 70 anos”, *Revista de Economia*, v. 32, n. 2, p. 43-62, 2006.
- _____. “Federal Reserve Bank Governance and Independence during Financial Crisis View Less”. *Levy Economics Institute, Research project reports*, 2014.

[1] Segundo BIBOW (2005:15) “But Keynes stressed that short-term and longer-term rates were related and that the term structure of interest rates was largely driven by bank behavior.

[2] Segundo DAVIDSON (2006:693) “Keynes recognized that positions in working capital are necessary because final goods take time to produce. Keynes’s monetary theory of production explains why and how entrepreneurs attempt to meet their payroll (and other) contractual obligations.”

[3] Essas classes de empresas pequenas com baixas bases de recurso são particularmente vulneráveis ao comportamento da taxa de juros, uma vez que, geralmente, operam em mercados competitivos nos quais há pequena margem para estratégias defensivas, ocorre imperfeição do mercado de capitais e, normalmente, há informações imperfeitas relativas à falta de registro (DOW, 1996).

[4] A diferença entre estas duas abordagens refere-se ao fato de que $EMgC = r$, não oferece uma solução, quando as expectativas de fluxo de caixa são negativas, como normalmente ocorre nos primeiros períodos da realização de investimento, ao passo que a segunda alternativa $P_s = P_d$, sempre poderá ser determinada.