

O PAPEL DA POLÍTICA MONETÁRIA SOB A INTERPRETAÇÃO PÓS-KEYNESIANA

Helder Ferreira de Mendonça[□]

Universidade Federal Fluminense

RESUMO

O papel da política monetária é um tema que remete a diversas discussões no meio acadêmico. Este artigo tem por objetivo apresentar a interpretação alternativa dos pós-keynesianos sobre a política monetária. Para tanto, são sistematizados diversos conceitos pós-keynesianos tendo por resultado argumentos que se mostram favoráveis à eficácia da política monetária.

Palavras-chave: política monetária, pós-keynesianos, moeda, não-neutralidade, incerteza.

ABSTRACT

There have been many discussions on the role of monetary policy among various schools of economists. This article aims to present the post-keynesian alternative interpretation on monetary policy. Thus, are systematized several post-keynesian concepts having as result favorable arguments about the efficacy of monetary policy.

Key words: monetary policy, post-keynesians, money, non-neutrality, uncertainty.

1. Introdução

Na concepção pós-keynesiana, os conceitos de incerteza e expectativa, juntamente com os de tempo histórico e da moeda, são de fundamental importância. Enquanto os seguidores da Teoria de Equilíbrio Geral utilizam o conceito de equilíbrio fazendo referência a uma situação de equilíbrio de mercado, os pós-keynesianos empregam-no não nesse sentido, pois de acordo com os teóricos dessa escola não há forças de mercado induzindo compradores e vendedores a alterarem seus planos ao preço vigente. Conforme destacado por Davidson (1982, p.9):

“All Post Keynesians are united in the view that any logical system which defines equilibrium as uniquely synonymous with the simultaneous clearing of all markets and the prereconciliation of the plans of all economic agents in a world of uncertainty cannot provide a realistic guide to solving real world problems.”

Os pós-keynesianos rejeitam os modelos de equilíbrio geral pelo fato destes modelos não serem capazes de absorver aspectos que são inerentes ao mundo real, trata-se de uma economia não-ergódica, onde se deve destacar:

- a irreversibilidade do tempo histórico - o tempo histórico constitui-se em uma variável unidimensional e assimétrica, o que implica que, apesar dos agentes econômicos terem acesso às informações passadas, elas não são suficientes para que se possa ter uma estimativa perfeitamente correta do futuro.

* Mestre em Economia pela UFF, professor do Departamento de Economia da UFF e da UNESA, e pesquisador no projeto de Estudos da Moeda e Sistema Financeiro, pelo IE/UFRJ.

Endereço para correspondência: Rua Dr. Sodré 59, Vila Suíça, Miguel Pereira, RJ, CEP 26900-000

Tel: (0244)84-3412

Fax: (021)719-3286

- a incerteza do futuro - diferentemente da forma como é tratada pelos teóricos do *mainstream*, a incerteza na concepção pós-keynesiana não pode ser entendida como sendo igual ao risco probabilístico¹. De acordo com Keynes,

"Human decisions affecting the future, whether personal or political or economic, cannot depend on strict mathematical expectation, since the basis for making such calculations does not exist" (CW, p. 162-163).

Sob este contexto, o comportamento dos agentes econômicos no que diz respeito ao processo de tomada de decisões é fortemente influenciado pelo grau de confiança que há em suas expectativas;

- a não-neutralidade da moeda - esta característica está intrinsecamente relacionada com o aspecto incerteza. Conforme destacado por Davidson (1988, p. 330)

"Money's non-neutrality is associated with the fact that individuals recognize that, and uncertain (as opposed to statically predictable, but risky) world, the possession of money provides both the flexibility which permits one to take advantage of previously unforeseeable opportunities and the self-insurance against unwelcome events."

Portanto, em uma economia monetária de produção², onde a moeda não pode ser entendida unicamente sob o aspecto transacional, há dois tipos de circulação de moeda: a circulação industrial e a financeira. Para a primeira, a moeda transaciona bens e serviços, ou seja, a moeda tem a função de meio de troca tal como é empregada pela Teoria Quantitativa da Moeda. Nesse módulo, a necessidade de dinheiro é determinada pelo nível de renda nominal presente na economia. Entretanto, na circulação financeira, a moeda não é apenas um meio de troca, circulam formas de riqueza que determinam o nível de renda presente e futuro. Na visão de Keynes, a moeda é um ativo, sendo assim, a moeda pode ficar "parada" (fora da circulação) constituindo parte do estoque de riqueza, ao contrário do que ocorre na circulação industrial, onde transitam os fluxos de produto. Deve-se destacar que esses circuitos não são independentes, o elo de ligação entre eles são os bens de investimento que apesar de serem fluxo de produtos de um dado período, também são destinados à acumulação de riqueza.

O artigo tem por objetivo discutir a interpretação dos pós-keynesianos no que se refere a política monetária. Diferentemente da visão monetarista e novo-clássica³, os pós-keynesianos não consideram a "surpresa" da política sendo o elemento fundamental da análise. Sob esta interpretação, a moeda não é considerada neutra, ela é um ativo capaz de influenciar as tomadas de decisões. Portanto, pode ser retida de

¹ Conforme destacado por Chick (1993, p. 236-237) "(...) por não sabermos com certeza o nosso ambiente futuro ou o resultado de nossas ações, percebemos que a vida é incerta. Estes são costumes aceitos. Falamos no entanto, de um 'risco calculado' e de 'fazer seguro contra riscos'. A probabilidade está implícita nessas idéias. Uma distinção no sentido técnico dessas duas palavras, é que o risco é pertinente ao que, em princípio, é segurável - e pode ser definido por uma ordem de probabilidade - e incerteza é tudo que fica fora de tal definição." A distinção entre risco e incerteza conforme foi exposta é feita originalmente em Knight (1937).

² De acordo com Keynes, uma economia monetária de produção, "(...) is an economy in which money plans a part of its own and affects motives and decisions and is, in short, one of the operative factors in the situation, so that the course of events cannot be predicted, either in the long period or in the short, without a knowledge of the behaviour of money between the first state and the last" (CWJMK, 13, p. 408-409).

³ Na interpretação monetarista, devido ao fato dos agentes serem dotados de expectativas adaptativas, os efeitos reais decorrentes da política monetária estão confinados ao curto prazo. No que se refere a interpretação novo-clássica, os agentes possuem expectativas racionais, e portanto, utilizam todas as informações disponíveis, o que anula um possível efeito real gerado pela "surpresa" da ação da política monetária.

acordo com a função preferência pela liquidez. Ainda sob esta perspectiva, a política monetária não deve ser vista como independente, a idéia de coordenação com as demais políticas é essencial para que os objetivos pretendidos pelo governo sejam alcançados.

O trabalho está composto por outras quatro partes. A próxima seção discute a política monetária através da sistematização de diversos conceitos pós-keynesianos. A terceira seção salienta a necessidade de um *market-maker* regulando o mercado. A seção seguinte, destaca a necessidade de coordenação das políticas econômicas. A última seção sintetiza os principais argumentos que foram discutidos ao longo do texto.

2. O papel da moeda e da política monetária numa economia monetária de produção

Keynes apresentou duas fontes de influência dos fatores monetários sobre a produção e o nível de emprego. A primeira, quando é afetada a capacidade dos bancos comerciais em alimentar no curto termo o *working capital* (necessidades de capital circulante) das firmas, o que acarretaria um efeito direto sobre as decisões de produção, devido a relação direta entre nível de produção e capital circulante.⁴ Outro ponto a ser destacado, consiste no fato de que uma variação nos recursos líquidos afeta as decisões de investir via taxa de juros. Em uma situação de depressão, observa-se que a ação da política monetária como forma de incrementar a capacidade de financiamento de capital circulante mostra-se inócua, pois a postura defensiva dos empresários frente a uma expectativa negativa de crescimento da demanda faz com que estes tornem-se insensíveis (ou com sensibilidade negligenciável) frente a ação da política. No que se refere aos investimentos, o efeito da política monetária depende do grau de relação entre as taxas de juros de curto termo, influenciadas pela ação da autoridade monetária, com as de longo termo que são as determinantes para o nível de investimento.

Numa economia monetária de produção é necessário que se leve em consideração o aspecto institucional.⁵ Na interpretação keynesiana, os agentes econômicos realizam suas transações dentro dos mercados, e portanto estão sujeitos a regras e instituições que o coordenam. Existem basicamente dois mercados que se influenciam reciprocamente onde os agentes operam: o *spot* (mercado à vista) e *forward* (mercado futuro). No tipo de economia que se está trabalhando a produção é orientada através de contratos *forward*, que determinam os fluxos de produtos e os termos de pagamento. O papel desses contratos é fundamental como forma de amortecer as incertezas frente ao processo produtivo e também servir de base de cálculo para a lucratividade. Para tanto, é necessário que se tenha uma unidade comum para se expressar esses contratos. Tal característica na visão de Keynes constitui-se na função principal do dinheiro dentro de uma economia com essas características. No *Treatise on Money*, Keynes referiu-se à moeda da seguinte forma:

"Money itself, namely that by delivery of which debt contracts and price contracts are discharged, and in the shape of which a store of general purchasing power is held, derives its character from its

⁴ Deve-se chamar atenção para o fato de que no sistema produtivo que se está tratando, as firmas produzem em função das expectativas acerca do nível de demanda, ou seja, do retorno previsto. Assim, as firmas dependem de alguma fonte de financiamento para suprir as necessidades inerentes à produção. Na concepção de Keynes a principal função dos bancos, enquanto instituição financeira, é o financiamento desses recursos.

⁵ Deve-se salientar que na concepção dos "clássicos" há na economia apenas consumidores e produtores, enquanto que na visão de Keynes, há a presença de bancos, firmas e consumidores, o que resulta numa interpretação completamente diversa da apresentada pelos "clássicos".

relationship to the money of account, since the debts and prices must first have been expressed in terms of latter" [Keynes (1973) v. 5, p.3].

Sob essa visão, a moeda de conta constitui a base do pensamento keynesiano em torno da moeda. Keynes utiliza o conceito de moeda legal (*legal tender*) como forma de representação material da moeda de conta, o que vem contrastar com o pensamento tradicional onde é utilizado o conceito de meio de troca. Moeda legal é o meio pelo qual é determinado pelos contratos para liquidação dos compromissos firmados. Assim sendo, o estoque de uma economia é constituído pelo volume de moeda legal (emitido pelo Estado) e pelo nível das chamadas quase-moedas (ativos cuja conversibilidade em moeda legal pode ser realizada em qualquer tempo sem que haja perda de valor). A conversibilidade dessas quase-moedas pode ocorrer através de um sistema de compensação (*clearing*) onde os integrantes de um mercado reconhecem as obrigações emitidas, convertendo em moeda legal os saldos residuais, e ainda através de um *market-maker* responsável pela liquidação dos saldos remanescentes, tornando-se um emprestador de última instância.

Para Keynes, a moeda legal constitui a base do sistema onde se apoiam todos os demais ativos. É importante destacar dentro desse contexto o papel das instituições como agentes reguladores estabelecendo regras de conversibilidade entre os grupos formados por esses ativos. É neste ponto que a política monetária surge como um instrumento de destaque no cenário macroeconômico, podendo ter a capacidade de controlar a demanda agregada através de seu efeito sobre o sistema financeiro e deste sobre o lado real da economia. Keynes coloca da seguinte forma a relação entre moeda (M), renda (Y), e taxa de juros (r) na Teoria Geral:

"A relação de mudança em M com Y e r depende, em primeiro lugar, do modo pelo qual se dão as mudanças em M . (Se) (...) as mudanças em M forem devidas à emissão de moeda pelo governo para atender os seus gastos atuais (...) a moeda nova se acumula como renda de alguém. O novo nível de renda, no entanto, não continuará suficientemente alto para que as necessidades de $M1$ absorvam todo o aumento em M ; e uma parte da moeda procurará uma saída na compra de títulos ou outros ativos até que r tenha caído de modo que cause uma elevação na magnitude de $M2$ ou por $M1$ que corresponde à elevação em Y provocada pela queda em r . Assim, de uma só vez, este caso se torna igual durante uma redução das condições de crédito pelo sistema bancário, para induzir alguém a negociar com os bancos um débito ou um título em troca do dinheiro novo. Será, portanto, seguro para nós considerar o último caso como típico. Pode-se admitir que uma mudança em M se efetue mudando r , e uma mudança em r levará a um novo equilíbrio, em parte mudando M e, em parte, mudando Y e, portanto, $M1$ " (Keynes, C.W., v. VII, p. 200 *apud* Chick, (1993), p. 369].

Um padrão monetário pode ser identificado através da definição de moeda legal, dos meios de sua criação e de seus substitutos. O objetivo final deste padrão monetário pode ser reduzido a dois pontos: segurança - constitui a estabilidade do poder aquisitivo da moeda, em outras palavras, manutenção do seu valor através do tempo; elasticidade - capacidade do padrão monetário em se ajustar frente a variações do produto, dando-lhe a possibilidade da moeda servir como medida de valor.

Há dois tipos básicos de padrão monetário: moeda-mercadoria e moeda *flat*. No padrão moeda-mercadoria, a disponibilidade de moeda depende do próprio nível de disponibilidade da mercadoria utilizada. Para que esse sistema funcione é necessário que a raridade dessa mercadoria seja preservada, pois um excesso de oferta da mesma acarretaria uma queda no poder aquisitivo dos seus detentores. No padrão *flat*, a moeda ao contrário do caso anterior não tem valor próprio, seu poder de compra é

determinado convencionalmente. A inelasticidade de produção e substituição da moeda legal e de seus substitutos perfeitos que compõem o estoque de moeda da economia são obtidos politicamente. Num padrão de moeda *flat*, há a necessidade de que haja no mínimo a determinação externa de um preço monetário, que irá servir de âncora para os demais. Dentro da concepção keynesiana, o salário monetário representa esse preço-âncora, visto que ele representa um componente fundamental nos custos para a formação de preços de oferta e também sobre a demanda onde representa o principal elemento da renda nacional.

Para a análise que se está expondo, a questão da normalidade é de grande relevância como elemento de estabilidade do sistema. Na concepção keynesiana, o ponto de partida nas tomadas de decisões que envolve preços, investimento, produção, etc., tem como pano de fundo o que o agente econômico considera como normal⁶ para que sua tomada de decisão seja realizada. Em outras palavras, mudanças em relação ao que os agentes consideram como normal são encarados como oportunidade de haver uma ação especulativa, enquanto que mudanças entendidas como permanentes levariam os agentes a recalcularem sua decisão devido à mudança no próprio padrão de normalidade.

Conforme exposto, a idéia de normalidade é fundamental em sistemas monetários onde não há valor intrínseco, em função de que o conjunto de valores monetários se mova na direção do valor assumido pela âncora. Na concepção de Keynes, ela também é fundamental na eficácia da política monetária, pois tem a função de influenciar os agentes econômicos induzindo-os a comprar ou vender títulos de forma *ex-ante* ao movimento das taxas de juros quando a autoridade monetária fixa um nível a qual consideram diferente do normal.

Deve-se destacar nesta passagem a posição de Keynes sobre a política monetária em relação à ortodoxia, onde para ele o elemento surpresa para a implementação da política não representa uma variável fundamental para a eficácia de sua implementação.

“Contrary to what became accepted by orthodox economists, Keynes defended openness, not secrecy, as a condition for monetary policy to be effective. A monetary economy could settle down on any one of many possible equilibrium states. Authorities should signal to agents which position was targeted. The clearer the directions government could give, the quicker and smoother should be the move towards the desired goal. Modern orthodox economists, on the other hand, believe that market economies tend to move spontaneously towards a uniquely equilibrium position, that corresponding to the natural rate of unemployment. In this case, governments can only move the economy away from that position by misleading agents into thinking that the foundations for their decisions are different from what they really are. Secrecy as to the true nature of those policies become, thus, a condition for its effectiveness”[Carvalho (1995), p.27].

Diante do que foi apresentado, observa-se que a política monetária pode ser utilizada como um instrumento de manipulação do estoque de moeda com o objetivo

⁶ Sob a concepção pós-keynesiana, o ponto de partida nas tomadas de decisões que envolve preços, investimento, produção, etc., tem como pano de fundo o que o agente econômico considera como normal para que sua tomada de decisão seja realizada. Em outras palavras, mudanças em relação ao que os agentes consideram como normal são encarados como oportunidade de haver uma ação especulativa, enquanto que mudanças permanentes no quadro levariam os agentes a recalcularem sua decisão devido à mudança no próprio padrão de normalidade. Como caso ilustrativo dessa situação, pode-se citar os processos persistentes de alta inflação, onde devido as oscilações constantes e imprevisas das taxas de retorno, há um movimento que impede que seja formado um padrão de normalidade.

de alterar a taxa de juros sobre os ativos líquidos, isto tem um efeito direto sobre os *portfolios* dos agentes privados, induzindo-os a substituir formas de riqueza, alterando a demanda por ativos reprodutíveis, tendo como resultado uma alteração na renda gerada pela nova produção. Portanto, a política monetária sob uma visão keynesiana é aplicada (basicamente) sobre a circulação financeira, com o objetivo de que ocorra efeitos na circulação industrial através de alterações no nível de investimento. O principal condutor dessa situação são as taxas de retorno, uma vez que estas se constituem num dos principais sinalizadores para a tomada de decisão dos agentes privados, na busca da maximização de sua renda presente. Essa tomada de decisão depende do grau de expectativas e das incertezas, bem como do critério de normalidade, que irão induzir os agentes a buscarem as oportunidades de ganhos concedidas pela ação da autoridade monetária. Dentro deste enfoque, a política monetária perde potência à medida que as avaliações dos agentes privados tornam-se negativas frente aos objetivos propostos.

3 - O papel do market-maker no mercado

Na interpretação pós-keynesiana a principal característica da moeda diz respeito ao aspecto liquidez. Um ativo apresentará liquidez se existir um mercado permanente e organizado, onde o principal requisito para que este movimento se realize é a existência de um *market-maker*. O *market-maker* pode ser entendido como sendo "(...) uma instituição cuja função é ordenar os mercados ao servir de comprador ou vendedor residual com o objetivo de estabilizar cotações" [Carvalho (1992), p. 183].

Portanto, na política monetária keynesiana (que não é independente dos objetivos gerais do governo), o banco central tem como responsabilidade determinar o nível das taxas de juros e da liquidez do sistema em função dos objetivos dos mercados monetário e financeiro.

Os bancos comerciais são elementos importantes no processo, dado que além de negociarem diretamente com o banco central também são absorvedores de depósitos no mercado. Outro fato a ser destacado, é que o banco central através da compra e venda de ativos altera as reservas dos bancos comerciais, ou seja a quantidade de moeda disponível nos bancos.

Dentro da ótica keynesiana, os bancos são vistos como tomadores de decisão⁸, portanto também estão sujeitos à incertezas. Sendo assim, quando as reservas bancárias aumentam, surgem basicamente três opções para utilizá-las:

1 - retê-las na forma de reservas, situação típica de ambientes econômicos onde paira forte incerteza e há falta de alternativas para aplicações;

2 - adquirir ativos financeiros já existentes nos mercados, uma vez que neles estão presentes alto grau de liquidez inerente a títulos negociáveis em mercados organizados e ainda a possibilidade de serem obtidos retornos pecuniários;

3 - comprar do setor privado novos ativos financeiros.

O comportamento da política monetária nos casos descritos acima, pode ser observado da seguinte forma: para o primeiro, a ação da política monetária mostra-se inócua, pois os bancos comerciais têm a capacidade de neutralizar a iniciativa da autoridade monetária; no segundo, o fluxo expansivo é direcionado para a esfera

⁷ Como caso ilustrativo dessa situação pode-se citar os processos persistentes de alta inflação, onde nesse contexto devido as oscilações constantes e imprevisas das taxas de retorno, impede que seja formado um padrão de normalidade.

⁸ Não será enfatizado o aspecto reducionista do papel dos bancos como multiplicador de depósitos, tão comum na visão tradicional. Partilha-se da posição de que os bancos possuem níveis de preferências pela liquidez, o que tornaria insensato reduzir a ação dos bancos ao aspecto do multiplicador.

financeira através da ação dos bancos comerciais, este comportamento pode levar a uma nova combinação de *portfolios* entre os detentores dos papéis financeiros podendo causar um pequeno efeito sobre a demanda no lado real da economia, também é possível que a diferença entre os títulos financeiros e os ativos reais seja significativa afetando de forma desejada a demanda por investimentos; para o terceiro caso, observa-se que os bancos utilizam suas reservas para dar suporte a outras instituições financeiras, o que faz com que os impactos causados pela política monetária sejam direcionados para estas instituições. Sendo assim, há grande possibilidade de que os recursos oriundos da esfera financeira continue na mesma, tendo portanto impacto desprezível sobre a circulação industrial.

Diante do que foi apresentado uma política com característica expansionista pode ser eficiente caso os bancos utilizem suas reservas para a compra de ativos do setor privado. Num ambiente considerado normal, agentes privados endividam-se procurando financiar seus gastos planejados⁹, nesse sentido a aquisição de títulos de dívida dos agentes privados pode favorecer ao aumento da demanda do setor privado.

Para que a política monetária de cunho keynesiano funcione é necessário que haja uma sincronia entre a autoridade monetária e o setor bancário, que irá determinar a aplicação da política dentro das expectativas de retorno e da preferência pela liquidez. Se há o “casamento” entre o sistema bancário e a autoridade monetária, a ação desta última pode ser sentida pela disponibilidade de crédito necessários à produção colocado à disposição das firmas através dos bancos comerciais e ainda pelos mecanismos indiretos que levam a uma nova composição do *portfolio*, sentida num primeiro momento nas instituições financeiras e posteriormente nas firmas investidoras, afetando as variáveis reais da economia.

O que foi exposto acima não deve ser interpretado como uma impotência da política monetária, como se sabe, para que qualquer política tenha eficácia é necessário que se leve em consideração a avaliação dos agentes em relação a seus objetivos. Cabe a autoridade monetária o papel de provedor da política, pois é ela quem tem a capacidade de induzir os agentes privados a se direcionarem para a posição desejada.

No *Treatise on Money*, Keynes faz referência a existência de uma “franja de tomadores insatisfeitos”, cujo acesso ao crédito é limitado pela própria oferta. Nesse sentido, um afrouxamento nas condições de crédito teria um impacto direto sobre a demanda agregada, permitindo os agentes satisfazerem suas demandas até então reprimidas. Dentro da concepção keynesiana a “franja” de tomadores de empréstimos existe devido a falta de informação sobre o comportamento futuro dos tomadores, o que faz com que os ofertantes de crédito vejam-se obrigados até mesmo a reter reservas frente a demandas imprevistas. Deve-se ressaltar que o nível de reservas está intimamente relacionado com o grau de estabilidade da economia, e portanto de confiança dos agentes.

É importante destacar que o controle das taxas de retorno, em situação normal pode ter resultados mais precisos que a intervenção direta sobre a circulação industrial. A restrição ao crédito pode ser considerada uma arma eficaz como limite aos planos de gastos dos agentes, porém ela tem uma potência muito menor quando o objetivo é o contrário, ou seja, estimular os gastos através de uma expansão do crédito.

4. A necessidade de coordenação entre políticas econômicas

Como é bastante conhecido, a interpretação keynesiana dá grande destaque ao papel intervencionista do Estado como forma de procurar coordenar a ação dos

⁹ Aqui não se está considerando o papel de agentes especulativos, tais como os de característica Ponzi trabalhado por Minsky.

agentes privados. O ponto central que dá sustentação a esta hipótese deriva do papel da incerteza¹⁰ dentro do processo de tomadas de decisões por parte dos agentes.

Assim a presença da incerteza no modelo é de fundamental importância, pois devido à sua existência torna-se impossível, para todos os agentes, ter uma posição *ex-ante* da ação da autoridade monetária¹¹.

Conforme destacado anteriormente, observa-se que a política monetária na interpretação keynesiana tem característica estabilizante, sendo fundamental para a mesma a ação coordenada entre o banco central com as demais instituições financeiras. A política monetária sob esta ótica não é vista como dependente de outras políticas, também não é considerada independente. O ponto central é que a política monetária deve agir de forma a contribuir para que sejam atingidos objetivos comuns com as demais políticas. Assim, um dos seus principais objetivos seria o de propiciar uma maior estabilidade ao ambiente econômico minimizando as incertezas que afetam os agentes econômicos em suas tomadas de decisões. Em outras palavras:

"(...) para a visão keynesiana, a política monetária é elemento das políticas de governo desenhadas com o objetivo de *estabilizar* a economia (...). A estabilidade resulta do ataque simultâneo nas diversas frentes, através de *políticas coordenadas*. Isso significa que a *política monetária não é nem independente nem subordinada às outras políticas em geral, ou à fiscal em particular*, recusando-se a polarização característica dos debates correntes, onde parecem opor duas correntes: uma que preconiza a política monetária como refúgio contra a irresponsabilidade fiscal dos governos, outra vê a política monetária como suporte passivo do seu arbítrio fiscal. O que se propõe na visão keynesiana é que *as autoridades de governo devem estabelecer a controlabilidade possível do futuro para que os agentes privados possam tomar as decisões de natureza alocativa, microeconômica, que melhor correspondam a seus interesses, sem os temores e as hesitações que a incerteza fundamental do futuro lhes causaria. Para tanto, as diversas políticas devem ser definidas com vistas a objetivos comuns ou compatíveis*, de modo a evitar emitir sinais inconsistentes ao setor privado, tornando o próprio governo uma causa de descoordenação, dentro dos limites de operação de cada instrumento de intervenção e de preservação de regras de funcionamento da economia" [Carvalho (1994), p. 54, grifo meu].

Dentro da concepção keynesiana não há, ao contrário do que pensam por exemplo os novos-clássicos, um ponto de equilíbrio estável na economia que seria capaz de derrotar qualquer política adotada pelo governo quando os agentes econômicos o identificassem. Assim sendo, não se concebe as políticas adotadas pelo governo como antagônicas ao interesse dos agentes privados, o ponto que merece atenção é o contexto onde esses agentes realizam suas escolhas. Portanto, o elemento surpresa para a implementação da política monetária não constitui uma característica fundamental para sua eficácia. Ainda sob este enfoque deve-se salientar que a adoção da política monetária encontra-se limitada por dois pontos:

- 1 - a necessidade de coordenação com as demais políticas procurando obter os objetivos globais buscados pelo governo;
- 2 - a necessidade de manter o padrão monetário, através da estabilidade da moeda como unidade de conta, elemento fundamental no processo de tomada de

¹⁰ Mais uma vez, vale ressaltar que incerteza para Keynes não é passível de mensuração, portanto a proposição de incerteza como cálculo probabilístico utilizada pela abordagem convencional está descartada desta análise.

¹¹ Convém destacar que isto não implica que ação intervencionista do Estado seja mais eficaz que a decisão privada.

decisões dos agentes econômicos, e portanto condição básica para a própria implementação da política monetária.

Sob a ótica keynesiana há basicamente dois aspectos que justificam a interferência do governo nos mercados monetário e financeiro:

1 - a importância estratégica do setor, onde há a presença de poupadores e investidores em proporção diversa, porém com dependência mútua entre eles, e ainda a própria fragilidade inerente ao setor que se baseia em promessas de circulação futura de riqueza e portanto sujeitas ao efeito incerteza;

2 - o volume de meios de pagamento é determinado pelo resultado da atividade desses mercados, não havendo uma fixação arbitrária para os mesmos sob pena de perderem suas características enquanto formas de riqueza. Nesse sentido, cabe ao *market-maker* regular a quantidade de moeda legal e de seus substitutos próximos.

Em relação ao último aspecto, observa-se que é uma tarefa um tanto quanto árdua tentar regular um mercado constituído por grande variedade de instituições privadas que estão dispostas a aproveitarem oportunidades de ganho quando percebidas como bloqueadas diante do sistema de regras existentes. Minsky destaca que há grande probabilidade de surgirem inovações financeiras quando a demanda por recursos financeiros é maior que a demanda, o que é sentido pelo "termômetro" taxa de juros que tende a se elevar, abrindo oportunidade de ganho para as instituições que conseguirem suprir essa deficiência na oferta.

Na concepção keynesiana a presença de distorções no mercado não são decorrentes da presença dos controles em geral, mas da forma como estes foram aplicados, em geral com característica discriminatória sobre instituições e algumas formas de aplicações, o que vem estimular a capacidade de criação de inovações financeiras. Dessa forma, observa-se que uma forma mais eficiente de fazer política não é através de uma ação discriminatória, mas sim através de uma política menos discriminatória procurando compatibilizar a natureza e o perfil dos ativos e passivos das instituições.

4. Considerações Finais

No grande debate acerca dos instrumentos mais eficazes para emprego da política monetária, observa-se que a visão geral sobre a política keynesiana recai sobre a determinação da taxa de juros no controle dos agregados monetários, enquanto que a visão monetarista preconiza o controle direto sobre os agregados monetários.

O ponto central da controvérsia formada, consiste no fato de que as taxas de juros só podem ser um elemento importante para a política monetária quando a economia apresenta-se sob condições de estabilidade de preços tanto presente quanto a esperada de forma a fazer com que a taxa nominal (ou monetária) coincida com a real. Um dos principais *drawbacks* apontado pelos críticos da ótica keynesiana baseia-se no chamado efeito Fisher¹². Como as expectativas inflacionárias não são passíveis de controle, uma política monetária que tem como um dos seus pilares de sustentação as taxas de juros correntes, tem portanto nenhuma capacidade de induzir os agentes a tomarem a decisão desejada¹³.

¹² As taxas nominais de juros correntes passam a incorporar as expectativas sobre a inflação futura como forma de dar confiabilidade as taxas de juros reais firmadas nos contratos.

¹³ Keynes, na Teoria Geral, rejeita a idéia presente no chamado efeito Fisher, na sua concepção a expectativa da inflação futura não teria nenhum efeito sobre a margem de indiferença entre a moeda e outros ativos denominados em moeda. Essa "neutralidade" pode ser observada pelo fato de que se o mercado possui uma previsão adequada da inflação futura, os preços à vista dos ativos que apresentam alguma proteção contra a inflação tenderão a elevar-se até o ponto em que os possíveis ganhos oriundos desses ativos desapareça, tendo como resultado um aumento do capital para seus detentores.

Os keynesianos em resposta a crítica levantada pelos monetaristas, apontam para o fato de haver grande dificuldade no controle dos agregados monetários, tanto pelos empecilhos que surgem na identificação das tendências presentes nos mercados em tempo suficiente para a escolha do instrumento a ser utilizado, como também a questão que envolve a inovação financeira em prazos mais longos que é capaz de criar novos instrumentos que sai do alcance do controle da autoridade monetária. Keynes justifica a utilização da taxa de juros através da ênfase dada a operação de *open market* com o objetivo de controlar as reservas dos sistema bancário diante de um ambiente econômico onde há inovações constantes e mudanças estruturais¹⁴.

5. Referências bibliográficas

- BARRO, R. J. *Rational Expectations and the Role of Monetary Policy*. Journal of Monetary Economics 2, 1976, p. 1-32, North-Holland.
- CARVALHO, F. *Economic Policies for Monetary Economies*. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995.
- _____. *Temas de Política Monetária Keynesiana*. Ensaios FEE, Porto Alegre, (15)1:33-61, 1994.
- _____. *Mr. Keynes and the Post Keynesians*, Cheltenham: Edward Elgar, 1992a.
- _____. *Moeda, Produção e Acumulação: uma Perspectiva Pós-Keynesiana*. In: Silva, M.L.F. (Org.). *Moeda e Produção Teorias Comparadas*. Brasília, DF: Editora Universidade de Brasília, 1992b.
- _____. *Fundamentos da Escola Pós-Keynesiana: a Teoria de uma Economia Monetária*. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1988.
- Chick, V., *Macroeconomia após Keynes: um reexame da Teoria Geral*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1993.
- _____. *The Theory of Monetary Policy*, Gray-Mills, 1973 (2ª edição, Basil Blacwell, 1977).
- COSTA, F. N. (org.) - 1993, *Pesquisa Sobre Política Monetária*. Relatório Final. Convênio IPEA - PNUD. IE - Unicamp, Campinas.
- DAVIDSON, P. *International Money and the Real World*. New York: J. Wiley & Sons, 1982.
- _____. *A Technical Definition of Uncertainty for Economic Analysis*. Cambridge Journal of Economics, v. 12, n.3, 1988.
- FRIEDMAN, M. *The Role of Monetary Policy*, American Economic Review, March 1968.
- _____. *A Theoretical Framework for Monetary Analysis*, Journal of Political Economy, 1970.
- FRIEDMAN, M. & SCHWARTZ, A. J. *Has Government any Role in Money?* Journal of Monetary Economics 17, 1986, p. 37-62, North-Holland.
- KEYNES, J. M. *The General Theory and After: Preparation, the Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. 13, London: MacMillan, 1973.
- _____. *The General Theory and After: a Supplement, the Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol.29, London: Macmillan, 1979.
- KREGEL, J. *Markets and Institutions as Features of a Capitalistic Production System*, Journal of Post Keynesian Economics, Fall 1980.
- LUCAS Jr., R. *Tobin and Monetarism: a Review Article*, Journal of Economic Literature, June 1981.
- _____. *Expectations and the Neutrality of Money*. Journal of Economic Theory, 4, p. 103-124, 1972.

Deve-se ainda destacar que se a inflação não é esperada não se tem nem este resultado nem o efeito Fisher.

¹⁴ Deve-se lembrar que Keynes foi defensor de reformas monetárias em que o valor da moeda teria sua âncora numa cesta de bens, que fossem capazes de medir o grau de variação do custo de vida, servindo como uma espécie de indicador para a ação da política monetária.

- McCALLUM, B. T. *The Current State of the Policy-Ineffectiveness Debate*. The American Economic Review, May 1979.
- MENDONÇA, H.F. *Bancos Centrais Independentes: uma visão geral do debate*. Pesquisa & Debate/Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia da PUC-SP, N. 9, São Paulo: EDUC, 1996 (a sair).
- SARGENT, T. & WALLACE, N. "Rational" Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule. *Journal of Political Economy*, 1975, vol. 83, n. 21.
- _____. *Rational Expectations and the Theory of Economic Policy*. *Journal of Monetary Economics*, 1976, vol. 2.
- TOBIN, J. & BUILTER, W. *Long-run Effects of Fiscal and Monetary Policy on Aggregate Demand*, in J. Stein (ed.), *Monetarism*, Amsterdam: North Holland, 1976.