

TEMAS DE POLÍTICA MONETÁRIA KEYNESIANA*

IE-00002907-0

Fernando J. Cardim de Carvalho

1 - O modelo keynesiano e seus críticos

Em meados da década de 60, o keynesianismo como método de intervenção do governo na economia viveu seu apogeu nos Estados Unidos, com a Administração Johnson. Seus críticos, dentre os quais o mais importante foi Milton Friedman, ainda obtinham reduzido eco, seja na academia, seja no mundo político, para sua acusação de que os keynesianos desconheciam a influência de fatores monetários na determinação do estado da economia, justificando seu lema de que a **moeda importa!** (*money matters!*).

Vista de hoje, a crítica pareceria realmente infundada. Nessa mesma época, Okun definia o que se podia considerar a **sabedoria convencional** a respeito da visão keynesiana da inserção da moeda e da política monetária na operação macroeconômica do seguinte modo:

"The keynesian model of short-run income determination provides a clear specification of the way in which central bank instruments affect the level of output. A change in the volume of money alters the rate of interest so as to equate the demand for cash with the supply; the change in interest affects the level of investment; the change in investment has a multiplied effect on equilibrium income (...) In the keynesian model, the central bank is assumed to fix the supply of money, while the public's demand for money depends on income and interest, as expressed in the liquidity preference function. In the world of the model, a single homogeneous earning asset is available to the public as an alternative to cash. The yield required to induce the appropriate demand for the earning asset relative to zero yielding cash depends on the supply of money relative to income. Thus, when the central bank alters the volume of money, it affects the rate of interest" (OKUN, 1967, p.143).

* Este trabalho serviu de base para a conferência que constitui uma das provas do concurso para Professor Titular de Economia da UFRJ/FEA, realizado em setembro de 1993. Agradeço as críticas e os comentários feitos na ocasião pelos Professores Antonio Barros de Castro, José Ortega, Paulo Haddad, Eleutério Prado e Fernando Holanda Barbosa, que não são, porém, responsáveis pelo resultado final.

["O modelo keynesiano de determinação da renda no curto prazo provê uma especificação clara do modo pelo qual instrumentos do Banco Central afetam o nível de produto. Uma variação do volume de moeda altera a taxa de juros de modo a equacionar a demanda de dinheiro com sua oferta; a mudança no juro afeta o nível de investimento; a variação no investimento tem um efeito multiplicado sobre a renda de equilíbrio (...) No modelo keynesiano, assume-se que o Banco Central fixe a oferta de moeda, enquanto a demanda do público por moeda depende da renda e do juro, expressa na função preferência pela liquidez. No mundo do modelo, um único ativo pagante homogêneo está disponível para o público como alternativa ao dinheiro. O rendimento requerido para induzir a demanda apropriada pelo ativo pagante em relação à moeda que nada rende depende da oferta de moeda em relação à renda. Assim, quando o Banco Central altera o volume de moeda, ele afeta a taxa de juros."]

A construção é conceitualmente clara, valendo-se de mecanismos sabidamente constituintes do **modelo da Teoria Geral** de Keynes. Haveria poucos, entretanto, que não compartilhariam da impressão ou da certeza de que a moeda era um elemento secundário, se não da análise original de Keynes, pelo menos de seu desenvolvimento no Pós-Guerra.¹ Como mostrou Leijonhufvud em seu estudo seminal das diferenças entre a economia keynesiana e a economia de Keynes, a visão keynesiana de política econômica assumiu realmente um caráter **fiscalista**, relegando a moeda e a política monetária a um papel secundário. Se, teoricamente, se reconheciam canais pelos quais a moeda poderia afetar a operação real da economia, geralmente em concordância com o descrito acima por Okun, esses efeitos, contudo, eram vistos como relativamente irrelevantes, pelo menos quando comparados à política fiscal.

Pelo sumário de Okun, a política monetária é exercida pela regulação da quantidade de moeda disponível de modo a, dada a demanda por moeda, alcançar a taxa de juros desejada. A neutralização da política monetária, nessas condições, foi obtida de dois modos, correspondentes a duas das mais influentes vertentes do keynesianismo. A **síntese neoclássica** caracterizou-se pelo chamado "pessimismo das elasticidades". Nessa acepção, a influência da política monetária sobre a renda (e o emprego) é mediada por dois mecanismos: a demanda por moeda e a demanda por bens de investimento. Se a demanda por moeda exibir alta elasticidade-juros e/ou a demanda por bens de investimento tiver baixa elasticidade-juros, a política monetária terá pouca ou nenhuma

¹ Entre os que sempre negaram com veemência essa impressão de que a visão keynesiana predominante subestimava a importância de fatores monetários estão Tobin, principalmente, e Modigliani. Por outro lado, vários autores de linhagem keynesiana, como Godley e Cripps, do Departamento de Economia Aplicada da Universidade de Cambridge, aceitaram a validade da crítica *a posteriori*. Na verdade, o próprio Tobin acabou por aceitar parcialmente o argumento, ainda que confinando sua validade aos keynesianos britânicos.

influência sobre o produto.² A impotência da política monetária seria estabelecida a partir da constatação **empírica** de que essas funções exibiam realmente comportamentos perversos. Nessas condições, governos dedicados à sustentação do pleno emprego deveriam apelar para políticas fiscais, que, agindo diretamente sobre a demanda agregada, estariam livres dessas incertezas. À política monetária, nas referidas condições, caberia alcançar objetivos secundários, como a minimização do custo das políticas fiscais, através da fixação das taxas mais baixas de juros possíveis para a dívida pública.

A impotência da política monetária, porém, não foi proposta apenas pela síntese neoclássica.³ Uma importante vertente entre os keynesianos britânicos, liderada por Kaldor, chegou ao mesmo resultado por caminhos completamente diversos. Nessa visão, as características da demanda por moeda são obscurecidas pela extrema dificuldade apontada em definir o que seja moeda. Os agentes privados demandam **liquidez**, poder de compra que existe sob diversas formas, criado por diversos mecanismos, alguns dos quais inalcançáveis pelas autoridades monetárias, ao menos em condições normais. A moeda legal é apenas um dos elementos do conjunto de ativos líquidos, do ponto de vista dos agentes privados. Para o sistema monetário como um todo, porém, a moeda legal é o meio último de validação das outras formas de liquidez criadas pelo setor privado, instrumento de liquidação dos débitos remanescentes entre agentes. Nessas condições, restrições importantes impõem-se sobre a decisão de política monetária, pois a autoridade monetária deveria perceber que o efeito direto de sua política sobre as decisões de gasto do setor privado é pequeno, em função dos mecanismos alternativos que criam meios de compra substitutos à moeda legal; por outro lado, qualquer ação sobre a disponibilidade de moeda legal exerce efeitos sobre a solvência das instituições financeiras que emitem aqueles substitutos. Segue-se daí a impossibilidade de manipulação do par quantidade de moeda/taxa de juros, dado que variações da oferta de moeda têm como consequência afetar a solvência do sistema financeiro, cuja preservação é vista por essa corrente como objetivo primeiro da autoridade monetária. Desse modo, o processo de política monetária dá-se pela fixação de uma taxa de juros compatível com algum objetivo maior de política econômica, como o pleno emprego ou o equilíbrio do balanço de pagamentos, e pela livre oferta de moeda legal àquela taxa. Em outras palavras, a função oferta de moeda torna-se infinitamente juros-elástica, definindo a chamada escola **horizontalista** (MOORE, 1988). A política monetária é vista como um meio relativamente fraco de influência sobre a demanda agregada e acaba por se resumir a preservar as condições de operação de um sistema

² Um caso limite da elasticidade-juros da demanda por moeda é representado pela **armadilha da liquidez**, onde variações infinitamente grandes da oferta de moeda não seriam capazes de alterar a taxa de juros. A baixa inelasticidade-juros da demanda por bens de investimento pode levar a situações como a de Klein (1952, p.105-106), onde a taxa de juros que igualaria investimento e poupança de pleno emprego é negativa.

³ Nem, na realidade, por todos os keynesianos dessa corrente, como o atesta a obra de Tobin.

monetário—financeiro essencialmente acomodativo aos planos dos agentes privados. Estes últimos seriam, como no caso da síntese neoclássica, afetados de modo eficaz pela política fiscal.

Apesar dos pontos de partida aparentemente opostos, ambas as correntes chegam ao mesmo resultado: a (relativa) impotência da política monetária como instrumento de gestão macroeconômica. A política monetária ocupa-se de objetivos secundários, no caso da primeira abordagem, ou serve a funções defensivas, à "manutenção da ordem no sistema financeiro", no segundo. Em ambos os casos, a política monetária não tem poder para afetar o comportamento dos agentes econômicos, por serem estes insensíveis a variações nas taxas de juros na formação de seus planos de dispêndio.⁴ Já a política fiscal atuaria diretamente sobre a capacidade de gasto dos agentes, sendo, por isso, considerada instrumento mais eficaz de gestão da demanda agregada. Por essas duas vertentes, influentes a primeira no keynesianismo norte-americano, a segunda no britânico, a política econômica keynesiana converte-se em **fiscalismo**, na consideração de que apenas variáveis reais importam, o alvo da contra-revolução monetarista.

Essas versões encontraram algum apoio em escritos do próprio Keynes, ainda que se possa argumentar terem sido esses trabalhos preparados para o exame de uma situação específica, muito distante de retratar a **normalidade** de uma economia capitalista. Keynes explicitou dois canais principais de influência de fatores monetários sobre a produção e o emprego: por um lado, afeta-se a capacidade dos bancos comerciais de proverem recursos de curto termo para as firmas financiarem suas necessidades de capital circulante (*working capital*), o que afeta diretamente a implementação de decisões de produzir, em função da relação direta, de natureza técnica, postulada entre nível de produção e capital circulante;⁵ por outro, a disponibilidade de recursos líquidos afeta as decisões de investimento através da influência sobre a taxa de juros utilizada para o desconto de rendas futuras, determinante da formação do preço de demanda dos ativos de capital. Por razões diferentes, em uma depressão ambos os canais podem ser bloqueados: a provisão de financiamento para o capital circulante é, em certo sentido, uma função passiva dos bancos, em uma depressão, os planos de produção das firmas são reduzidos em função das expectativas de demanda, fazendo com que políticas monetárias de ampliação da capacidade de financiamento sejam

⁴ Normalmente, esse resultado é atribuído à pouca significação que a taxa de juros pode ter na determinação, enquanto taxa de desconto, dos preços de demanda dos ativos de capital, cujos retornos esperados se distribuem por um futuro longo e incerto.

⁵ Parte-se de uma visão do sistema produtivo constituído de firmas que produzem induzidas por **expectativas** de demanda e, portanto, de receitas. As firmas dependem, assim, de alguma forma de financiamento das compras que têm de ser feitas de trabalho e matérias-primas para que a produção se realize. A função primordial dos bancos, enquanto **instituição financeira**, na visão de Keynes, é a provisão desses recursos. Ver Keynes (s.d., v.3, p.83).

inócuas;⁶ já com relação aos investimentos, a eficácia da política monetária depende da eficácia das operações de arbitragem e de outros elos que conectam as taxas de juros de curto termo, afetadas diretamente pela autoridade monetária, com as de longo termo, relevantes para a decisão de investir, elos estes que podem não resistir aos abalos ocorridos em uma **depressão**. Como se vê, ambos os argumentos referem-se a problemas surgidos em depressão, em função de características específicas desse estado, que não podem, nem devem, ser tomados como a normalidade de uma economia capitalista moderna.

O modelo keynesiano recebeu ainda outras críticas. A mais freqüente e persistente delas, da qual frutificaram diversas hipóteses alternativas de conceptualização, refere-se à estrutura de agregação proposta, na qual se reconhece apenas um ativo não monetário, títulos (*bonds*), e cujo mercado, no mais das vezes, é eliminado das análises através da aplicação da lei de Walras.

A crítica monetarista dirigiu-se tanto à natureza da configuração de equilíbrio que é estabelecida nesses modelos quanto a características do ajuste dinâmico que pode ser concebido em relação a modelos com menor grau de agregação. Seguem-se daí importantes implicações para a política monetária. No primeiro caso, encontramos Milton Friedman em seu influente *restatement* da teoria quantitativa. No segundo caso, temos Brunner e Meltzer, entre outros, enfatizando as conexões entre o comportamento da moeda e do crédito, especialmente o crédito bancário.

Friedman propôs uma abordagem baseada na teoria do capital, em que diversos ativos são reconhecidos e onde a moeda é um substituto para todos eles. Cada agente econômico pode manter sua riqueza sob diversas formas: bens de consumo duráveis, bens de capital, títulos de dívida, títulos de propriedade, dinheiro e capital humano.

Cada uma dessas formas de riqueza teria um retorno específico e, à exceção do capital humano, um preço de mercado. Cada agente reteria sua riqueza na combinação que desejasse. Variações na disponibilidade de uma dada forma de riqueza, *coeteris paribus*, induziriam o indivíduo a tentar recompor no seu *portfolio* as proporções desejadas. Desse modo, um eventual acréscimo na disponibilidade de moeda, por exemplo, levaria o seu possuidor a usá-lo na compra dos outros ativos, de modo a manter a combinação que lhe agradasse. Assim, mostrar-se-ia que a moeda não seria um substituto apenas de títulos (*bonds*), mas de qualquer outra forma de riqueza, inclusive bens de consumo. Implicações importantes desse raciocínio para a política monetária eram a de que variações na quantidade de moeda não teriam seus efeitos confinados ao

⁶ Para Keynes, tentar expandir a economia através da expansão de fundos de financiamento seria como tentar engordar um indivíduo alargando seu cinto. Morrison, em uma dissertação de doutorado orientada por Friedman, nega a proposição keynesiana de que a contração de empréstimos nos Estados Unidos, nos anos 30, fosse explicada por falta de demanda por crédito. Segundo Morrison, foi a preferência pela liquidez aumentada dos bancos a responsável pela acumulação de reservas excedentes. Como se apontará adiante, esse argumento é perfeitamente compatível com a abordagem de Keynes, tendo sido, na verdade, utilizado por ele mesmo na análise de episódios semelhantes, no início da Primeira Guerra Mundial.

mercado financeiro e a de que esses efeitos financeiros (por exemplo, sobre a taxa de juros) deveriam ser, de qualquer modo, reduzidos, posto que este seria apenas um canal pelo qual a variação na oferta de moeda seria sentida na economia.

Brunner e Meltzer aceitam o argumento de Friedman com algumas modificações e agregam outra dimensão. A principal modificação representa uma flexibilização da abordagem, reconhecendo a possibilidade de seqüelas reais a variações da oferta de moeda, através das modificações nos estoques dos diversos ativos, que podem ser induzidas por variações na demanda por eles geradas no mecanismo de ajuste. Em Friedman, espera-se que a consideração completa dos efeitos criados pela variação do estoque de moeda conduza a uma situação, em termos reais, idêntica à original.⁷ Brunner e Meltzer identificam o keynesianismo, porém com a concentração em **fluxos**, em contraste com a preocupação monetarista com a análise de **variáveis-estoque**. Para esses autores, a crítica do keynesianismo não precisa chegar à proposição da neutralidade da moeda no longo prazo, bastando demonstrar a relevância desses efeitos-estoque para a análise monetária.⁸ Brunner e Meltzer concentram-se basicamente nos efeitos-estoque envolvidos nas escolhas de *portfolio* dos bancos e que se reflete na relação entre a moeda criada (o estoque do passivo bancário à vista) e a oferta de crédito (o estoque de suas aplicações, um item de ativo) — conceitos relacionados, mas relativamente independentes.⁹ O funcionamento da política monetária não poderia ser adequadamente compreendido em uma estrutura que não percebesse essa conexão, pois dela se derivaria a importância de instrumentos como, por exemplo, a base monetária.

Essa crítica se liga, naturalmente, a outra bem conhecida, que se refere à escolha de metas e instrumentos de ação da autoridade monetária. Como a citação de Okun ilustra, keynesianos agem através das taxas de juros. Uma característica marcante, ainda que não exclusiva, da abordagem keynesiana é a preocupação com a controlabilidade

⁷ Segundo Friedman, keynesianos identificariam efeitos reais das variáveis monetárias porque confinariam sua análise ao "primeiro assalto" (*first round*) dessa luta. Após tudo ser considerado, no entanto, a neutralidade da moeda acabaria por se impor, pois do contrário, estar-se-ia violando um axioma fundamental, o da ausência de ilusão monetária. É importante, porém, recuperar-se a dimensão temporal preconizada por Friedman, nem sempre percebida por seguidores e críticos. Escreve Friedman: "In the short run, which may be as long as three to ten years, monetary changes affect primarily output. Over decades, on the other hand, as already noted, the rate of monetary growth affects primarily prices" (FRIEDMAN, 1989, p.32).

[*"No curto prazo, que pode durar de três a dez anos, mudanças monetárias afetam primariamente o produto. Através de décadas, por outro lado, como já notado, a taxa de crescimento monetário afeta primariamente preços."*]

⁸ É evidente que se tem por keynesianismo a aceitação de modelos como a ISLM ou a cruz de 45 graus, aos quais essa crítica foi repetida inúmeras vezes, como no debate sobre o efeito *crowding out*. Por outro lado, como também apontado por diversos autores, essa visão mais geral do monetarismo torna as posições de Brunner e Meltzer relativamente difíceis de distinguir das de keynesianos como Tobin, por exemplo.

⁹ Modelos keynesianos seriam criticados ou por ignorarem completamente o crédito, como na ISLM, ou por ignorarem a moeda, assimilando-a a crédito, como no caso de Kaldor.

do estoque de moeda. Na verdade, o ceticismo de Kaldor com relação à própria possibilidade de definição de um ativo que exerça de modo exclusivo a função de moeda e cujo controle garanta a gestão eficaz do sistema é compartilhado por muitos. O Relatório Radcliffe foi a expressão mais conhecida desse ceticismo, onde se propôs a substituição do conceito de moeda, como instrumento de ação sobre a demanda agregada, pelo conceito de **liquidez**, que compreenderia todos os canais de acesso ao poder de compra disponíveis aos agentes econômicos.

A recusa à idéia de que se pudesse determinar uma hierarquia definida de ativos e, correspondentemente, uma hierarquia de instituições de acordo com sua importância para a política monetária, amplo senso, também foi compartilhada por Tobin e por autores que recusaram, em princípio, a qualificação de keynesianos, como, por exemplo, dentre os mais influentes, Gurley e Shaw. A principal razão sobre a qual se apóia essa visão é a de que, em economias modernas, o "serviço" exercido pela moeda, o de ser meio de circulação de bens e serviços, pode ser exercido, em graus variáveis, por diversos outros ativos ou através de arranjos institucionais alternativos. Esse é o fundamento da noção de liquidez apontada no parágrafo precedente. A moeda, nessas condições, é apenas uma forma particular de se exercer aquela função; e os bancos, apenas um tipo específico de instituição, criadora daquele veículo. Outras instituições específicas criam outros veículos determinados, não cabendo nenhuma hierarquia na consideração do conjunto de participantes desse sistema. Argumento adicional, cujo *status* varia de autor a autor, refere-se à possibilidade de inovação financeira: propõe-se que a substitutibilidade entre a moeda propriamente dita e outros meios de pagamento, característica das economias modernas, faz com que tentativas de controles sobre um subconjunto de ativos, ou mesmo sobre o conjunto completo de ativos que num dado momento constituem a **liquidez** do sistema, levem à criação de novos meios alternativos de pagamentos que escapam aos controles por algum tempo, e assim sucessivamente, tornando qualquer tentativa de confinamento da disponibilidade de meios de pagamento a um estoque predefinido um esforço fadado ao fracasso.

A esses argumentos, os críticos opõem a questão da controlabilidade da taxa de juros. Alega-se que keynesianos, aqui como em outros pontos, confundiram grandezas reais com nominais. O controle das taxas de juros nominais não corresponde a um controle das taxas de juros reais, se as expectativas inflacionárias estão mudando. Por essa razão, as políticas monetárias keynesianas seriam ineficazes, incapazes de influenciar os determinantes efetivos da conduta econômica. Se, em tese, agregados monetários são também de controle difícil, a eficácia de instrumentos alternativos toma-se uma questão empírica: a análise histórico-estatística deve decidir qual instrumento deverá ser utilizado. Para Friedman, por exemplo, o resultado é inequivocamente favorável ao controle de um agregado monetário. Para Kaldor, os mesmos resultados sustentam a visão oposta.

Na verdade, a determinação de quais variáveis são realmente importantes para definir o comportamento dos agentes econômicos e de quais as possibilidades que as autoridades têm de controlar essas variáveis teve outros desdobramentos em tempos recentes, com o surgimento da chamada **nova economia clássica**. Para esta, a eficácia da política monetária é ainda mais restrita do que tanto keynesianos quanto seus críticos

monetaristas supunham, pois, se se reconhece como válido o argumento de que agentes privados esvaziam as políticas de juros de seu conteúdo ao agirem de acordo com suas expectativas inflacionárias, também as políticas de manipulação de agregados monetários têm reduzidas chances de sucesso, pelo menos enquanto **políticas**, isto é, enquanto estratégias definidas que relacionam meios empregados a fins desejados. Para essa escola, políticas definidas podem ser identificadas pelos agentes econômicos, levando-os a optarem entre duas possibilidades: aceitar a política, se esta corresponde a seus interesses, ou neutralizá-la, se esta criar obstáculos à implementação de seus planos. Como a nova economia clássica, por outro lado, assume não apenas que os agentes sejam capazes de escolha racional, como também de coordenarem seus planos sem interferência do governo, as duas possibilidades, na verdade, resumem-se à escolha entre a inocuidade da ação da autoridade, quando for apenas uma confirmação de planos privados, ou a sua impotência, quando o objetivo de política divergir daquele que os agentes privados tiverem escolhido. As políticas só teriam efeito quando não fossem políticas, isto é, quando não obedecessem a nenhum cálculo identificável de relação entre meios e fins, surpreendendo sempre os agentes privados, impedindo-os de perceberem o sentido da política, que, na verdade, não teria nenhum.¹⁰

No restante deste trabalho, pretende-se expor uma abordagem de política monetária keynesiana alternativa à construção apresentada por Okun, em que se possa recolocar a validade das críticas apontadas, tanto a crítica maior, relativa à alegada natureza inerentemente **fiscalista** do keynesianismo, quanto os problemas mais específicos de agregação, substitutibilidade e controlabilidade. Parte-se da proposição de que a abordagem keynesiana não deve ser vista apenas a partir de uma consideração fragmentária de elementos, mas como uma proposta de um novo modelo ou tipo ideal de economia, cujos componentes essenciais afetam o modo pelo qual as variáveis monetárias são estudadas.

2 - Moeda e política monetária em uma economia empresarial

O debate em torno da eficácia de instrumentos de política econômica só tem sentido quando se explicita o modelo de economia — seus agentes, seus móveis, suas regras — com que se trabalha. Não é possível derivar conclusões de validade geral sobre resultados ou implicações de política senão em relação a uma concepção definida de

¹⁰ Os **teoremas** de ineficácia de política econômica em geral e da política monetária em particular são abundantemente oferecidos na literatura neoclássica. Em Lucas Júnior e Sargent (1981) há muitos exemplos. Um dos trabalhos mais influentes desse grupo é o modelo econométrico da economia norte-americana elaborado por Sargent, incluído naquele volume, onde a ineficácia da política é ilustrada de modo bastante simples e direto.

como é, na sua essência, a economia objeto da política econômica. A nova economia clássica, por exemplo, deriva seus polêmicos resultados não de características da realidade, cuja descrição é inevitavelmente ambígua, mas da forma peculiar como interpreta os postulados que definem uma determinada visão de mundo e, em particular, de sua visão de que economias capitalistas podem ser concebidas como sistemas de equilíbrio geral, onde a posição de equilíbrio existe, é única e estável.¹¹

A visão de Keynes da natureza e das características de uma economia moderna é diversa da proposta por muitos de seus críticos. Sua caracterização de uma economia empresarial — abstração dos traços fundamentais das modernas economias capitalistas — partia de uma concepção de economia em que a moeda afetava motivos e comportamentos de forma essencial, de modo que não pudesse descrever o comportamento dessa economia, **nem no curto nem no longo prazo**, sem se referir ao comportamento da moeda em geral e da política das autoridades monetárias em particular entre o ponto de partida e o final dos processos que estivessem sendo analisados. Para Keynes, desenvolver análises de economias onde a moeda não exercesse tal papel essencial, para depois adaptar suas conclusões a economias monetárias, envolveria grandes dificuldades (KEYNES, s.d., v. 13, p.411).

A economia "clássica" concebe a economia de mercado com uma estrutura em que consumidores/produtores independentes trocam suas dotações de produtos (ou de serviços produtivos) de forma a maximizar a satisfação que obtêm do consumo de bens e serviços. Nessas economias, a moeda é, no máximo, um meio de circulação, um "lubrificante de trocas", que não afeta comportamentos e motivos dos agentes, supostos livres de qualquer ilusão monetária.¹² Keynes, em contraste, propôs a necessidade de se partir de um modelo de economia contendo características institucionais bastante diversas. Uma **economia empresarial**, ou **economia monetária de produção**, é constituída de firmas e bancos, além de consumidores, em contraste com o consumi-

¹¹ O próprio Lucas reconhece que alguns de seus mais importantes resultados, inclusive referentes aos efeitos de política monetária, se devem à definição específica de problemas e variáveis em modelos neoclássicos e não às tentativas de elaborar proposições sobre a realidade, qualquer que seja o sentido deste último termo. Ver, por exemplo, sobre a política monetária e a curva de Lucas Júnior, Lucas Júnior e Sargent (1981).

¹² "Let us begin with an axiom that think most economists would accept (...): the objectives of agents that determine their actions and plans do not depend on any nominal magnitudes. Agents care only about 'real' things, such as goods (properly dated and distinguished by states of nature), leisure and effort. We know this as the axiom of the absence of money illusion, **which seems impossible to abandon in any sensible analysis** (grifo nosso)." (HAHN, 1981, p.34).

[*"Vamos começar por um axioma que eu penso que a maioria dos economistas aceitaria (...): os objetivos dos agentes, que determinam suas ações e planos, não dependem de nenhuma magnitude nominal. Agentes ligam apenas para coisas 'reais', tais como bens (apropriadamente datados e distinguidos pelos estados de natureza), lazer e esforço. Conhecemos isto como o axioma da ausência de ilusão monetária, **que parece impossível de abandonar em qualquer análise sensível** (grifo nosso)."*]

Questão relacionada, porém secundária neste contexto, é o **prazo** em que a ilusão monetária desaparece, distinguindo-se, quando adequado, entre proposições de curto e longo prazos

dor/produtor da visão clássica.¹³ Os agentes estabelecem suas relações econômicas nos mercados, noção que compreende um conjunto de regras e instituições que orientam as decisões e os comportamentos. Opera-se, fundamentalmente, com a interação entre dois mercados — *spot* (entrega e pagamento imediatos) e *forward* (entrega e pagamento contratados no presente para liquidação futura) —, derivando-se o modo de inserção da moeda nessas economias de sua relação com este último. Em uma economia empresarial, a produção é organizada através de contratos *forward* para o suprimento de serviços produtivos (e, em alguns casos, também para bens acabados), que estabelecem fluxos de produtos e termos de pagamento. Esses contratos permitem aos empresários reduzirem as incertezas do processo produtivo e servem de base para o cálculo de lucratividades relativas. Para isso, é preciso haver uma unidade comum de cálculo, e esta, na visão de Keynes, é a função primordial do dinheiro em uma economia empresarial. Como proposto no *Treatise on Money*:

"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 relationship to the money of account, since the debts and prices must first have been expressed in terms of the latter. (...) Money proper in the full sense of the term can only exist in relation to a money of account" (KEYNES, s.d., v. 5, p.3).^{14 e 15}

[*"Moeda em si, isto é, aquilo por cuja entrega contratos de preços e de dívidas são liquidados, e em cuja forma uma reserva de poder de compra geral é mantida, deriva seu caráter de sua relação com a moeda de conta, dado que débitos e preços precisam primeiro ser expressos em termos desta última. (...) Moeda propriamente dita, no sentido pleno do termo, só pode existir em relação a uma moeda de conta."*]

¹³ A firma, na visão de Keynes, é um **indivíduo**, com objetivos próprios, irredutíveis, e, eventualmente contraditórios, aos dos consumidores. Essa e outras características da noção de economia empresarial são apresentadas e discutidas em Carvalho (1992).

¹⁴ Na mesma página, Keynes escrevia: "Money of account, namely that in which debts and prices and general purchasing power are **expressed**, is the primary concept of a theory of money. A money of account comes into existence along with debts, which are contracts for deferred payment, and price lists, which are offers of contracts for sale or purchase." (KEYNES, s.d., v 5, p.3).

[*"Moeda de conta, isto é, aquilo em que débitos, preços e poder geral de compra são expressos, é o conceito primário de uma teoria da moeda. Uma moeda de conta passa a existir junto com débitos, que são contratos para pagamento diferido, e listas de preços, que são ofertas de contratos para compra e venda."*]

¹⁵ É essa representação da moeda de conta que transforma a moeda propriamente dita em uma forma de riqueza, objeto de retenção no tempo. É também quando essa relação se rompe, como nas inflações agudas, que a moeda perde seu papel de reserva de valor.

A moeda de conta é o ponto de partida para a definição de moeda no pensamento keynesiano. Ao invés de uma referência ao conceito mais vago de meio de circulação ou meio de troca, Keynes propõe o conceito de moeda legal (*legal tender*), a representação material da moeda de conta, como ponto focal de definição do estoque de moeda.¹⁶ Moeda legal é o objeto que, pela lei de contratos, liquida compromissos. O estoque de moeda da economia contém o volume emitido de moeda legal, prerrogativa do Estado em economias modernas, e seus substitutos perfeitos. Estes últimos são aqueles ativos cuja conversibilidade em moeda legal é garantida a qualquer momento, sem perda de valor. Normalmente, esses ativos **perfeitamente líquidos** (*fully liquid*, como chamado por Hicks) são os depósitos à vista nos bancos comerciais. Em tese, porém, poderia constituir esse conjunto qualquer ativo dotado de mercado para itens já existentes cujos operadores pudessem garantir conversibilidade imediata em moeda a preços pré-fixados.¹⁷ Essa conversibilidade pode ser obtida através de um sistema de compensação (*clearing*), pelo qual os participantes de um dado mercado reconhecem mutuamente as obrigações emitidas por cada membro, liquidando os saldos eventualmente remanescentes em moeda legal, e/ou pela existência de um *market-maker* responsável pela liquidação desses saldos residuais, como, por exemplo, um emprestador de última instância.¹⁸ Para essa abordagem, a questão de onde traçar a fronteira entre a moeda e outros ativos, em particular os ativos líquidos, é atacada a partir da estrutura institucional que garante a conversibilidade de cada ativo em moeda legal, nos termos propostos. Os elementos estratégicos dessa estrutura institucional a serem considerados são a lei de contratos, que define a moeda legal do país, e a natureza da autoridade monetária, o Banco Central, que opera como emprestador de última instância nos mercados dos ativos que elege como substitutos perfeitos da moeda legal.

É nesse sentido que se constrói a pirâmide invertida que caracteriza a visão keynesiana da relação entre a moeda e os demais ativos financeiros, em contraste com a visão de Radcliffe, mencionada anteriormente. No vértice está a moeda legal, e sobre esse vértice se apoiam os outros ativos, em camadas sucessivas, definida cada uma pelos arranjos institucionais que estabelecem as regras de conversibili-

¹⁶ Ainda na mesma página do *Treatise*, escreve Keynes: "Perhaps we can elucidate the distinction between money and money of account by saying that the money of account is the **description** or **title** and the money is the **thing** which answers to the description." (KEYNES, s.d., v. 5, p.3).

[*"Talvez possamos elucidar a distinção entre moeda e moeda de conta dizendo que a moeda de conta é a descrição ou título e que a moeda é a coisa que atende à descrição."*]

¹⁷ Por exemplo, moedas estrangeiras sob o padrão-ouro internacional, ou outros acordos que garantam taxas de câmbio fixas.

¹⁸ As condições necessárias para a existência de *market-makers* foram discutidas em Kaldor (1960) e Davidson (1978). Ver Kregel (1992), para uma discussão da transformação dos especialistas da Bolsa de Valores de Nova York em *market-makers*.

dade entre os grupos, principalmente pela definição dos **ativos de reserva** usados para liquidação dos saldos residuais em cada "camada" e pela relação entre as taxas de retorno obtidas em cada coleção de ativos. É através dessa relação que se estabelece a possibilidade de a política monetária ser um instrumento de gestão de demanda agregada, em que a manipulação de um elemento permite influenciar a estrutura financeira como um todo e, a partir daí, as variáveis **reais** da economia.

A definição da moeda legal, dos meios de sua criação e de seus substitutos compõe um **padrão monetário**. O padrão monetário compreende, portanto, as regras mais fundamentais de operação de um dado sistema monetário, seus preceitos constitutivos. Idealmente, esses preceitos devem ser tais que permitam alcançar, ao mesmo tempo, dois objetivos: segurança e elasticidade. **Segurança** refere-se à estabilidade do poder de compra da moeda, isto é, à constância de seu conteúdo real. A preservação da capacidade da unidade monetária de operar como moeda de conta é uma demanda fundamental de economias empresariais, onde o cálculo prospectivo não pode prescindir de uma unidade de medida que o viabilize. **Elasticidade** refere-se à capacidade de acomodação de variações do produto que essa moeda pretende fazer circular. Um padrão monetário ideal, portanto, é aquele que acomoda, digamos, a expansão da renda real de uma comunidade a preços aproximadamente constantes, preservando a possibilidade de a moeda servir de medida de valor.¹⁹

Keynes foi, mais do que qualquer outra coisa, um reformador monetário. Desde seus primeiros trabalhos sobre o sistema monetário da Índia até sua derradeira tarefa como participante da conferência internacional de Bretton Woods, Keynes desenvolveu um grande número de propostas de criação de padrões monetários que tivessem como característica básica a elasticidade para permitir movimentos expansivos da economia, de modo a mantê-la em estado permanente de pleno emprego.

Há dois tipos elementares de padrão monetário: moeda-mercadoria e moeda *fiat*. No primeiro tipo, a moeda é constituída por uma mercadoria específica, e a disponibilidade de moeda depende da disponibilidade da própria mercadoria. Na visão keynesiana, a preservação da capacidade de representação de riqueza, seu poder de comando sobre bens e serviços, que mantenha sua capacidade de denominação e liquidação de contratos dessa moeda, impõe certas restrições à mercadoria que exerça a função monetária: sua elasticidade de produção e de substituição deve ser negligenciável (KEYNES, 1964, ch. 17). Se a raridade relativa dessa mercadoria é preservada, prevenindo a ocorrência de excessos de oferta que deprimam seu poder de compra, a âncora do sistema de valores será dada pelo custo de produção

¹⁹ O padrão-ouro clássico, em que circulam as próprias peças de metal, sacrifica elasticidade pela preservação da unidade de conta. O padrão papel-moeda sem lastro maximiza a elasticidade em detrimento da segurança. Padrões como o câmbio-ouro (*gold exchange standard*) buscam dar elasticidade à oferta de moeda, preservando limites que sinalizem que variações do poder de compra da moeda não podem exceder determinados intervalos.

da mercadoria-moeda. Essa âncora se impõe automaticamente: excesso de oferta de moeda deprime o poder de comando da mercadoria-moeda por baixo de seu custo de produção, o que leva à sua retirada de circulação até que a igualdade entre ambos se recomponha.

No padrão moeda *fiat*, a moeda não tem valor intrínseco. Seu poder de compra é inteiramente convencional, dependendo, portanto, da história específica dos próprios preços da economia.²⁰ Se é desprezada a questão da *gênese* desses preços, como uma preocupação de fundo mais histórico-empírico que analítico, a manutenção de uma dada estrutura de preço com moeda *fiat* passa a depender da possibilidade de determinação externa de, pelo menos, um preço monetário, que passa a servir de âncora para o restante do conjunto de preços. Na visão keynesiana, esse preço-âncora é o salário monetário: como elemento mais pervasivo de custos para a formação de preços de fluxo de oferta, no sentido marshalliano, e na determinação das condições de demanda, como o elemento mais importante da renda nacional.

Na verdade, na abordagem keynesiana vai-se além, através da noção marshalliana de **normalidade**. Essa noção é importante como elemento de estabilidade do sistema. Em uma economia real, as condições de mercado são afetadas permanentemente por todo o tipo de choques temporários ou assistemáticos, em simultâneo com modificações mais fundamentais e permanentes nas condições materiais de operação da economia. Preços são formados por agentes individuais sob condições de desconhecimento do conjunto completo de dados relevantes para uma decisão perfeitamente coordenada. Para Keynes, a decisão preliminar sobre quais variáveis considerar na tomada de decisões sobre preços, produção, investimento, etc. depende de como os movimentos do cotidiano se comparam com uma estrutura de preços e condições de produção que, **para o agente**, se constituíam na situação normal. O pressuposto é o de que as variações em relação ao **normal** serão vistas como oportunidades de ação especulativa (pois, vistas como passageiras, induzem o agente a antecipar a volta à normalidade), enquanto as permanentes alterariam o próprio padrão de normalidade, exigindo, por isso, novo cálculo dessas condições.

Essa noção de normalidade é fundamental para a eficácia da âncora nesses sistemas de moeda sem valor intrínseco, pois faz com que o conjunto de valores monetários se

²⁰ Nesse padrão, a inelasticidade de produção e de substituição da moeda legal e de seus substitutos perfeitos, que comporão o estoque de moeda, deve ser obtida **politicamente**. Limites sobre a capacidade de emissão de moeda pelo Banco Central e de criação de moeda bancária são necessários, embora mais frágeis, tornando esse sistema mais dependente da **confiança** do público. O **princípio da demanda efetiva** nada mais é que o reconhecimento da possibilidade de que a renda corrente seja utilizada para demandar formas irreprodutíveis, como a moeda, de retenção de riqueza. Como reconhecido por Hahn, o problema é o de que " (...) there are in this economy resting places for saving other than **reproducible assets** (grifo nosso)" (HAHN, 1984, p.183).

"(...) há, nesta economia, outros lugares para que a poupança repouse que não ativos **reprodutíveis** (grifo nosso)."

É isso que torna os níveis de emprego e renda variáveis.

move em simpatia pelo valor assumido pela âncora.²¹ Ela é crucial também para a eficácia da política monetária, cuja operação, para Keynes, consiste em induzir os agentes econômicos a comprarem ou a venderem títulos em antecipação a movimentos das taxas de juros quando a autoridade monetária faz com que a taxa de juros de mercado se afaste do que cada um considera a taxa de juros **normal**.²² 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.

Considera-se que, em uma economia empresarial, há dois circuitos de circulação de moeda: a circulação industrial e a circulação financeira. Na circulação industrial, a moeda gira bens e serviços, exercendo o papel que lhe é tradicionalmente reservado pela teoria quantitativa da moeda. As necessidades de dinheiro são estabelecidas a partir da renda nominal gerada pela economia. A moeda, nesse circuito, é apenas um meio de troca. Já na circulação financeira, o circuito em que circulam ativos, a moeda é mais que apenas um meio de circulação: ela é, ela própria, um dos objetos de transação. Na circulação financeira, circulam formas de riqueza, poder de comando sobre rendas, presentes e futuras. Todo ativo representa um comando sobre essas rendas, e a moeda, para Keynes, é também um ativo, a representação da riqueza na sua generalidade. Na circulação financeira, a moeda pode, assim, permanecer inativa, como parte do **estoque** de riqueza, em contraste com a circulação industrial, onde giram os **fluxos** de produto.

²¹ Como observa Harcourt (1982, p.219): "But we do know that well-established rules of thumb exist in the business world, that pay-off periods, or desired or target rates of return, for example, fall within definite ranges, where exactly depending on expectations, confidence and the extent and intensity of uncertainty at any moment of time. We know that wage-earners have concepts of what is fair in relative wage structures, and in the overall share of wages, too, and that conservative politicians remind us, as they attempt to cut real wages, that they are trying to re-establish the historical share of profits without which it is not possible to expect the accumulators to accumulate".

"Mas sabemos que regras de polegar bem estabelecidas existem no mundo dos negócios, que períodos de recuperação de investimentos, ou taxas de retorno desejadas ou almejadas, por exemplo, caem dentro de intervalos definidos, exatamente dependendo de expectativas, confiança e da extensão e intensidade da incerteza em qualquer momento do tempo. Sabemos que os assalariados têm conceitos do que é justo na estrutura de salários relativos, e na parcela geral dos salários também, e que políticos conservadores nos lembram, quando tentam cortar salários reais, que estão tentando restabelecer a participação histórica dos lucros, sem a qual não é possível aos acumuladores acumular."

²² Aqueles para quem a taxa de juros de mercado pareça superior à normal antecipam sua redução, surgindo, assim, a possibilidade de auferir ganhos de capital numa venda futura de títulos comprados no presente. Haverá, por parte desse grupo, uma demanda especulativa por títulos. Esses agentes são chamados **touros**. Já os que pensam que a taxa normal de juros é maior do que a corrente no mercado acumulam moeda, especulando que poderão adquirir títulos mais tarde, quando a taxa de juros subir para o seu patamar normal. São os chamados **ursos**. É importante notar que os ursos coexistem com os touros e que isso **não** se deve a expectativas irracionais, mas, sim, à subjetividade da noção de normalidade, referida à experiência e à informação de cada um. A taxa normal de juros de Keynes não tem parentesco com a taxa real de juros, seja a de Fisher, seja a de Wicksell.

Esses circuitos não são isolados, porém. Bens de investimento constituem a ponte entre eles, sendo parte do fluxo de produtos gerados em um dado período, mas destinados à acumulação de riqueza.²³ Tobin, em sua abordagem privilegiando a interação entre mercados múltiplos de ativos, aproxima-se bastante de Robinson, Kahn, Minsky e outros na interpretação de Keynes a partir do Capítulo 17 da *Teoria Geral*, em contraste com os modelos keynesianos usuais, que enfatizam a leitura do Capítulo 15, focalizando a escolha entre moeda e títulos.

Nesse quadro, concebe-se política monetária como a manipulação do estoque de moeda com o fim de modificar a taxa de juros sobre os ativos líquidos, para, através de efeitos sobre os *portfolios* dos agentes privados, induzir movimentos de substituição das formas de riqueza, aumentando ou diminuindo a demanda por ativos reprodutíveis e, assim, aumentando ou diminuindo a renda gerada na produção de novos itens. A política monetária keynesiana, portanto, é implementada basicamente na circulação financeira, para obter efeitos na circulação industrial, através do impacto sobre investimentos, isto é, a aquisição de novos itens de capital real. O canal fundamental é a estrutura de taxas de retorno, ou de preços relativos dos ativos, que induzem a ações privadas orientadas pelo objetivo de maximizar o valor presente de sua riqueza. São canais indiretos, dependentes das percepções, das expectativas e das incertezas dos agentes privados, bem como de sua avaliação da estrutura **normal** de retorno, que, supõe-se vão levá-los a aproveitarem as oportunidades de ganhos abertas pela ação da autoridade monetária. A política monetária é enfraquecida quando prevalecem condições em que tais avaliações são perversas ou impossíveis de serem realizadas.²⁴

No processo de política monetária, cabe ao Banco Central de orientação keynesiana²⁵ identificar a contraparte dos objetivos em termos da operação dos mercados monetário e financeiro, isto é, em termos de taxas de juros e liquidez. Identificadas suas metas específicas para essas variáveis, o Banco Central opera através da alteração das disponibilidades relativas no mercado dos ativos através dos quais decida agir de modo a criar excessos de demanda que sejam removidos, no processo de reequilíbrio dos mercados, através de variações nos preços correntes (*spot*) dos ativos, requalizando as taxas próprias de juros relevantes. O Banco Central age alterando seu próprio

²³ É esse o tipo de conexão preconizada pela visão keynesiana. A conexão alternativa, de Tobin/Baumol, através da influência da taxa de juros sobre a demanda transacional de moeda, refere-se à moeda como **conveniência**, não como ativo. Sua natureza é marshalliana, mais que keynesiana, embora, em princípio, não haja nada nesta última que obrigue a recusa daquele mecanismo.

²⁴ É o caso, por exemplo, de processos inflacionários intensos e persistentes, em que preços e taxas de retornos se alteram permanentemente e de forma imprevista, impedindo a identificação de **padrões** de normalidade. Face a uma dada taxa de juros, como ser **toro** ou **urso**?

²⁵ Na abordagem keynesiana, a política monetária não é formulada independentemente dos objetivos gerais de governo. Uma vez que as autoridades, e não apenas as monetárias, se decidam sobre seus objetivos macroeconômicos, o Banco Central deve buscar seus meios específicos de concretização dessas metas. A política monetária deve ser **coordenada** com as outras políticas de governo, nem independente, nem subordinada.

portfolio, valendo-se das obrigações que emite contra si mesmo, a moeda legal, para comprar, no mercado aberto, os ativos cuja disponibilidade objetiva variar.²⁶

O elo seguinte do processo são os bancos comerciais, seja porque negociam diretamente com o Banco Central no mercado aberto, seja porque é onde os recursos estarão depositados de qualquer modo, no caso de os parceiros do mercado aberto serem outros. O resultado da compra ou da venda de ativos pelo Banco Central é a alteração no volume de moeda disponível nos bancos, nas suas reservas. O que farão os bancos com elas depende do Banco Central para que suas intenções se transformem realmente em política.

Esse elo tem sido tradicionalmente menosprezado na discussão de política monetária.²⁷ A abordagem mais comum reduz os bancos à ação de um multiplicador de depósitos mecanicista, por analogia, certamente, com a visão igualmente mecanicista da firma enquanto uma mera função de produção. A função de produção do banco é o multiplicador, relacionando um insumo — as reservas — a um produto — os depósitos. A essa visão redutivista dos bancos não escapam heterodoxos como Kaldor, por exemplo, para quem igualmente os bancos são uma não-entidade nesse jogo.²⁸

Na visão keynesiana, a análise torna-se bastante mais complexa.²⁹ Os bancos são vistos como tomadores de decisão, operando sob incertezas semelhantes às de qualquer outro agente privado. Em particular, considera-se que bancos exibem escalas de preferência pela liquidez que tornam impossível reduzir sua ação a um multiplicador mecanicista. Nessa abordagem, uma vez que os bancos se veem com reservas aumentadas, emergem três escolhas básicas do que fazer com elas: retê-las como excesso de reservas;³⁰ comprar ativos financeiros nos mercados para itens já existentes, valendo-se

²⁶ Na verdade, o Banco Central não tem completo arbítrio sobre suas operações ativas. O funcionamento do redesconto normalmente envolve um compromisso da autoridade monetária de comprar tipos pré-especificados de ativos dos bancos-membros, sempre que estes sejam apresentados para venda. Isso, porém, não altera a natureza da decisão de política monetária, apenas os seus dados: ao decidir-se sobre uma determinada meta em termos da disponibilidade de ativos líquidos, cabe ao Banco Central calculá-la, descontando-se os apelos ao redesconto. Além disso, sempre é possível fixar termos punitivos ou simplesmente desestimulantes para o redesconto. O mesmo vale para outras aplicações compulsórias do Banco Central.

²⁷ Há algumas exceções. Em termos do *mainstream*, as principais exceções seriam Tobin e Brunner e Meltzer.

²⁸ Em abordagens como a de Friedman, os bancos parecem ser apenas uma correia de transmissão das decisões do Banco Central para o alvo, que é o público. Para Kaldor, os bancos são a correia de transmissão das decisões do público para o Banco Central, que pouco tem a fazer senão acomodá-las. A neutralização dos bancos é radicalizada em modelos como os de Kalecki, por exemplo, onde se pode simplesmente postular que os demandantes de crédito fazem-no diretamente ao Banco Central!

²⁹ A referência original aqui, naturalmente, só pode ser o *Treatise on Money*, dado que, na Teoria Geral, Keynes não se ocupa da discussão da criação de moeda.

³⁰ 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. Keynes discutiu extensivamente essa possibilidade a partir da experiência inglesa no início da Primeira Guerra Mundial (KEYNES, s.d., v.11, cap. 4). Morrison (1966), já citado, detectou o mesmo comportamento nos bancos norte-americanos, na Grande Depressão dos anos 30, interpretação apoiada por Brunner e Meltzer.

do prêmio de liquidez atribuído a títulos negociáveis em mercados organizados, ao mesmo tempo em que se mantém a possibilidade de auferir retornos pecuniários; comprar novos ativos financeiros do setor privado.

No primeiro caso, certamente uma possibilidade em si extrema, a iniciativa da autoridade monetária é completamente esterilizada.³¹ Os bancos derrotam a política desejada, impedindo-a de se concretizar. No segundo, o banco desvia o impulso expansivo inteiramente para a circulação financeira. Nesse caso, os efeitos são, *a priori*, ambíguos. É possível que a compra de títulos conduza apenas a uma reacomodação de *portfolios* entre acumuladores de papéis financeiros, com pequeno efeito sobre a demanda por ativos de capital real, como também é possível que a margem de indiferença entre os títulos financeiros e os ativos reais seja deslocada de modo significativo, causando impacto da forma desejada sobre a demanda por investimentos. Uma terceira possibilidade, que não remove, porém, a ambigüidade dos efeitos, é a de que o banco utilize as reservas para o suporte de outras instituições financeiras, transferindo a questão da efetividade da política para a determinação do que farão estas últimas com os recursos disponíveis.³² O que se deve ter em vista, assim, é que há uma possibilidade de que os recursos acabem retidos na circulação financeira, com impacto negligenciável sobre a circulação industrial.

Finalmente, se o banco se vale das reservas aumentadas para a compra direta de ativos do setor privado, uma política expansiva pode, então, se concretizar no seu pleno potencial. Em condições normais, agentes privados endividam-se para financiar planos de despesa, e, assim, a compra de títulos de dívida de agentes privados pode apoiar uma expansão da demanda privada.³³ Em particular, é de especial importância para o pensamento keynesiano ressaltar a função histórica dos bancos de financiar as aplicações de curto prazo das firmas, na compra de trabalho e de matérias-primas (*working capital*). Os bancos devem ser capazes de acomodar as demandas das firmas para a aquisição do volume crescente desse capital circulante que viabiliza a expansão da economia. Nesse caso, portanto, a efetividade da política desejada pela autoridade monetária é plenamente validada pelos bancos.

Assim, a operação da política monetária preconizada na abordagem keynesiana depende, antes de mais nada, da sintonia entre a autoridade monetária e o setor bancário,

³¹ Na verdade, a esterilização pode não ser completa se algo da nova criação de moeda chegar diretamente ao público ao invés de se tornar reserva bancária. A proporção em que isso se dá, porém, torna a possibilidade irrelevante.

³² A possibilidade de que essas instituições se valham dos recursos de modo não expansivo ou menos expansivo é o que parece ter ocorrido nos episódios descritos por Keynes, referidos na nota 28.

³³ Frise-se a expressão **condições normais**, porque é possível se observarem comportamentos perversos, seja quando agentes se vêem forçados a um endividamento crescente em função de compromissos passados, como os agentes especulativos de Ponzi, de Minsky, seja quando o custo do crédito é tão baixo frente à liquidez ou à remuneração dos depósitos que os agentes considerem atraente o endividamento para a manutenção de saldos ociosos. Goodhart argumenta ter sido este caso válido para a Inglaterra em parte dos anos 80.

que vai implementar a política de acordo com suas próprias expectativas de retorno e com a preferência pela liquidez. 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 *portfolio*, 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.

Essa linha de argumentação, porém, não deve ser interpretada como uma afirmação de impotência da política monetária.³⁴ Esse mecanismo é formalmente semelhante ao aceito na maioria das outras tradições de análise monetária. Mesmo a abordagem de Milton Friedman e a de outros monetaristas privilegiam os mesmos canais de transmissão, via *portfolios*³⁵, considerando a alternativa do foco sobre efeitos **diretos** da variação do estoque de moeda sobre a demanda agregada, através, por exemplo, de efeitos-riqueza, irrelevantes para a avaliação da política monetária.³⁶ A intervenção através da circulação financeira e dos *portfolios* privados dá à autoridade monetária a **iniciativa** da ação política porque **induz** os agentes privados a se moverem na direção desejada.

A ação direta da política monetária sobre a circulação industrial e a demanda agregada é possível, porém, mas em condições particulares e de forma assimétrica. Já no *Treatise on Money*, Keynes referia-se à existência, em condições normais, de uma **franja de tomadores insatisfeitos**, cujo acesso ao crédito era limitado pelas próprias instituições ofertantes. O crédito poderia ser **racionado** entre os potenciais tomadores, de forma que um alívio das condições de oferta de crédito poderia ter efeitos imediatos sobre a demanda agregada, ao permitir a um número de agentes o exercício de suas demandas desejadas e até então represadas.

³⁴ Nem, na verdade, é um problema exclusivo da política monetária. O efeito de **qualquer** política econômica que não seja a compulsão direta depende da avaliação dos agentes a respeito de seus objetivos, da sua sustentabilidade e de outros fatores da mesma natureza. Esse argumento, que emerge atualmente como uma descoberta da nova economia clássica, é repetidamente levantado por Keynes.

³⁵ Como já sugerido, as possibilidades de **composição** dos *portfolios* são diferentes em cada caso. No mundo de Friedman, as decisões são tomadas, em última análise, por consumidores em busca da maximização de sua satisfação. Sua riqueza compõe-se, assim, de bens de consumo e de outras formas de riqueza que representam acesso potencial a bens de consumo. O agente keynesiano é uma instituição, uma firma, buscando maximizar o comando sobre riqueza **enquanto tal**. Bens de consumo não compõem esses *portfolios*, e as outras formas de riqueza são objetivos em si mesmos, ao invés de comando sobre bens de consumo. Em função dessa divergência, há a importante implicação de que, para keynesianos, a circulação financeira é um circuito permanente, pois o objetivo de acumular riqueza, para grande parte dos agentes envolvidos, é realmente acumular riqueza. Ativos, inclusive moeda, permanecem nesse circuito indefinidamente. No mundo de Friedman, isso seria irracional, produto de ilusão monetária (ou ilusão financeira), porque apenas bens e serviços, afinal, geram satisfação ao consumidor. Em última análise, o circuito financeiro é apenas a ante-sala da circulação industrial.

³⁶ Embora essas correntes sustentem a importância desses efeitos para a discussão teórica **pura**, normalmente voltada para as condições de neutralidade da moeda em equilíbrio de longo prazo, onde efeitos dessa natureza são centrais.

O conceito de racionamento é extremamente complexo, até mesmo no que se refere ao sentido do termo. Naturalmente, não se deve considerar racionamento uma situação em que um demandante tem recusado seu crédito por representar, para o ofertante, um risco inaceitável. Por outro lado, a avaliação desse risco apenas parcialmente pode ser baseada em fatores estritamente objetivos. Modelos neoclássicos, como os dos **novos keynesianos**, enfrentam dificuldades com essa idéia, cujo apelo intuitivo, porém, é muito grande, porque seu apego a um modelo básico de equilíbrio geral (ainda que modificado por imperfeições), sob condições de risco quantificável, sugere a possibilidade, pelo menos teórica, de que tais riscos sejam, em última análise, calculáveis, de modo a permitir o cálculo de um prêmio de seguro. A noção alternativa na linha keynesiana, apoiada nas implicações do conceito Knight/Keynes de incerteza, aborda o processo de forma algo diferente.³⁷ Em forma tão concisa a ponto de parecer caricatural, pode-se dizer que, em função da visão de incerteza de Keynes, expectativas são formadas por dois elementos: o cálculo de possibilidades prospectivas, percebidas pelo tomador de decisão, e o grau de confiança que o tomador tenha em seus cálculos.³⁸ Nessa linha, a franja de tomadores insatisfeitos existe em função da inexistência de informação sobre a *performance* futura dos tomadores, levando os ofertantes a adotarem outras regras de decisão na alocação de crédito, inclusive a manutenção de reservas líquidas em ociosidade para fazer frente a demandas imprevistas. A avaliação da necessidade de reservas altera-se com o estado da economia e com o grau de confiança dos agentes.³⁹

A intervenção direta na circulação industrial pode, assim, ser ainda mais incerta em seus resultados que a manipulação de taxas de retorno, **ao menos em condições normais. A**

37 O conceito de incerteza e de probabilidade propostos pelo próprio Keynes foram explorados pelo autor em Carvalho (1988, 1992).

38 O estado de confiança, proposto na **Teoria Geral** como resultante do "peso da evidência", discutido no **Treatise on Probability**, é a variável crucial, por ser incompatível, logicamente, com a utilização do cálculo de probabilidades quantificáveis.

39 "Unlimited borrowing would be possible only where there was no uncertainty about future profits, not only in the broad, but in respect to the fortunes of individual enterprises. Where there is uncertainty, borrowers must provide lenders with more security than their own hopes, and investment plans are limited by the supply of finance. (...) A high level of prospective profits and a high degree of confidence in these prospects promote enterprise and at the same time ease the supply of finance. A fall in confidence restricts the supply of finance at the same time as it checks the desire to invest. Thus the supply of finance cannot be regarded as a rigid bottleneck limiting the rate of investment, but must be treated rather as an element in the general atmosphere encouraging or retarding accumulation." (ROBINSON, 1979, p. 14, 21).

[*"Tomar empréstimos ilimitadamente seria possível apenas se não houvesse incerteza sobre lucros futuros, não apenas no geral, mas com respeito às fortunas de empresas individuais. Onde há incerteza, tomadores devem prover os emprestadores de mais segurança que suas próprias esperanças, e planos de investimentos são limitados pela oferta de financiamento. (...) Um alto nível de lucros prospectivos e um alto grau de confiança nesta perspectiva promovem a empresa ao mesmo tempo em que facilitam a oferta de financiamento. Uma queda na confiança restringe a oferta de financiamento ao mesmo tempo em que detém o desejo de investir. Assim, a oferta de financiamento não pode ser vista como um gargalo rígido limitando a taxa de investimento, mas deve ser tratada mais como um elemento na atmosfera geral de encorajamento ou retardamento da acumulação."*]

dependência de variáveis mais intratáveis, como o estado de confiança, e da existência de planos privados de gastos torna essa política mais eficaz na imposição de restrições que de promoção de expansão, especialmente quando se considera, como se fará mais à frente, a ação dos bancos como elo intermediário da política monetária. O racionamento pode ser eficaz para impedir os agentes de concretizarem seus planos. É, porém, muito menos eficiente em fazer com que agentes que não tenham planos de gasto os criem, apenas porque existe crédito.⁴⁰ De qualquer modo, na visão keynesiana não se trata de escolher entre os dois instrumentos, mas, sim, de utilizar ambos, cada um no que pode ser eficaz.

3 - Temas atuais de análise de política monetária: uma visão a partir da economia de Keynes

Justa ou não, a crítica monetarista aos modelos keynesianos do final da década de 60 levou a um ressurgimento do interesse em teoria e política monetárias, resgatando-as do ostracismo em que os debates em torno ao efeito Pigou ou a características de posições de equilíbrio geral de longo período as tinham relegado. A instabilidade dos mercados monetários, vivida especialmente a partir do início dos anos 70, veio dar ainda mais vigor a esse campo, despertando o interesse em desenvolvimentos empíricos imprevistos e a verve reformista dos economistas.

Praticamente todos os aspectos do sistema monetário foram objeto de reexame, mas alguns temas concentraram as atenções e polarizaram os analistas em torno de propostas definidas de política econômica. Três desses temas serão mencionados a seguir, particularmente caros à tradição keynesiana em seus vários matizes (e não apenas à visão chamada de **fundamentalista** por seus críticos, pelo seu apelo a fontes originais do próprio Keynes), com vistas não a obter respostas definitivas aos dilemas que se colocam, mas a indicar as linhas de ataque que estão implícitas na argumentação desenvolvida na seção anterior.

3.1 - Regras, discreção e a independência do Banco Central

É amplamente conhecido o conteúdo intervencionista da abordagem keynesiana. Parte-se da identificação de problemas **sistêmicos** na operação de economias empresariais que respondem por deslocamentos da demanda agregada em relação à oferta agregada ou pela emergência de situações de descoordenação entre panos de agentes

⁴⁰ Considera-se válido, para essas circunstâncias, o provérbio de que é possível levar o cavalo à fonte, mas é impossível fazê-lo beber se não tiver sede. A política de *open market*, por outro lado, manipula as taxas de retorno exatamente para fazer despertar a sede ao cavalo, pelo menos a sede pelo que a autoridade monetária tem a oferecer.

privados que conduzem à subutilização de recursos e/ou à inflação. A hipótese keynesiana é a de que esses problemas decorrem da influência da incerteza do futuro sobre as decisões econômicas, especialmente as de acumulação de riqueza, e da forma específica de inserção da moeda nas economias empresariais.⁴¹

O mero reconhecimento da incerteza é suficiente para que se conclua pela impossibilidade de traçar *a priori* regras de validade geral para a conduta das autoridades, tanto quanto para qualquer agente econômico privado. Isso não significa, no entanto, que a liberdade de intervenção do Estado seja intrinsecamente mais eficaz que a decisão privada. A esse resultado Keynes chegou por uma característica adicional de seu pensamento — a crença platônica na possibilidade do governo esclarecido por funcionários especialmente preparados para isto aliada à firme convicção de que a intervenção

⁴¹ Como já adiantado nas notas 37 e 38, Keynes vale-se de uma noção de incerteza diversa da usual na teoria econômica moderna, desenvolvida a partir de seus estudos sobre a teoria lógica da probabilidade (KEYNES, s.d., v. 8). Essa abordagem parte da recusa da concepção de um universo fechado de eventos que tenham, por isso mesmo, probabilidades calculáveis, o que tem importantes implicações para o cálculo econômico e para a tomada de decisões. A posição de Keynes foi exposta de maneira mais incisiva no artigo *The General Theory of Employment* (KEYNES, s.d., v. 14). Joan Robinson e, principalmente, em uma versão mais radical, G. L. S. Shackle mantiveram a mesma preocupação, herdada por pós-keynesianos, como Davidson, Kregel, Minsky e Chick. Ver Carvalho (1988) ou, em mais detalhe, Carvalho (1992a). Críticos tão diversos quanto Coddington e Garegnani minimizaram a importância desse argumento, reconhecido, porém, por Tobin, como se vê nesta um tanto longa, mas interessante, citação: "There is another issue in which Keynes is on one side (interestingly enough on the same side as Frank Knight of the University of Chicago, who was an economist of very different ideas about policy and the world than Keynes) against all of the methodology of the profession clearly regarded as the way to do things in economics today, that is, the modelling of uncertainty. Keynes and Knight say it is intrinsically impossible for individuals to have a rational policy with respect to the uncertainties of long-term investments and so on because these are not subject to the laws of probability that govern rolls of dice and the drawing of balls out of urns. Whereas the basically modern methodology of economics is to assume everything can be put into probabilistic terms and rational decisions about how to deal, even if it's a venture which won't pay off until a hundred years from now. Now that's a big difference which is still to be worked out in the social sciences. That's a problem that Keynes bequeathed to us". Entrevista em Blaug (1990, p.72).

[*"Há um outro problema em que Keynes está de um lado (é interessante notar que é o mesmo lado de Frank Knight, da Universidade de Chicago, que era um economista com idéias sobre política econômica e sobre o Mundo bem diferentes das de Keynes) contra toda a metodologia que a profissão vê como o modo de fazer as coisas hoje em economia, isto é, a modelagem da incerteza. Keynes e Knight dizem que é intrinsecamente impossível para indivíduos terem uma política racional com respeito às incertezas dos investimentos de longo termo, etc., porque estes não estão sujeitos às leis da probabilidade que governam o jogo de dados e a retirada de bolas de urnas. Enquanto a metodologia basicamente moderna da economia é assumir que tudo pode ser posto em termos probabilísticos e de decisões racionais sobre como proceder, mesmo se for uma iniciativa que não renderá até daqui a 100 anos. Agora, essa é uma grande diferença ainda a ser trabalhada nas ciências sociais. Esse é um problema que Keynes nos legou."*]

Implicações para o estudo da acumulação de riqueza há muito enfatizadas por pós-keynesianos são identificadas mais recentemente também por Simonsen e Werlang (1991), a partir de uma noção essencialmente semelhante de incerteza. Finalmente, vale mencionar a admissão de Lucas da incapacidade de sua abordagem em lidar com esse conceito de incerteza (LUCAS JÚNIOR, 1981a, p.223-224).

pública não é em si mesma contraditória com a liberdade individual.⁴² É a combinação de ambos os supostos que justifica o ativismo keynesiano.⁴³

Como já mencionado (nota 25), para a visão keynesiana, a política monetária é elemento das políticas de governo desenhadas com o objetivo de estabilizar a economia, entendendo-se estabilizar como a manutenção simultânea dos grandes equilíbrios macroeconômicos, com pleno emprego, orçamento público e balanço de pagamentos equilibrados e controle de pressões inflacionárias. A estabilidade resulta do ataque simultâneo nas diversas frentes, através de políticas **coordenadas**.⁴⁴ 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 se opor duas correntes: uma que preconiza a política monetária como refúgio contra a irresponsabilidade fiscal dos governos, outra que 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, microeconômicas, 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 das regras de funcionamento da economia.

A abordagem keynesiana defende, assim, não apenas a intervenção pública na economia, mas também o grau de discreção que for necessário para o enfrentamento das **novas**, em sentido essencial, situações que o futuro pode trazer. Ao contrário da nova economia clássica, não se concebe a economia moderna como um sistema caracterizado pela existência de uma posição de equilíbrio único e estável, que, reconhecido pelos agentes, se imporia sobre qualquer iniciativa governamental. Desse modo, políticas ativas não são intrinsecamente contraditórias com as escolhas dos agentes privados, mas, sim, parte do contexto em que essas escolhas são feitas. Nessas condições, o segredo e a surpresa não são condições para a eficácia da política

⁴² É esse segundo suposto que afasta Keynes da escola austríaca, que compartilha sua visão de incerteza, mas estende ao governo a incapacidade de "ver" além do presente, e também de correntes de pensamento próximas em termos de economia, mas distantes de sua visão política. A referência mais importante aqui é certamente Kalecki e sua discussão do ciclo político, que enfatiza obstáculos políticos à manutenção do pleno emprego (KALECKI, 1971).

⁴³ Esses argumentos são examinados, de maneira muito preliminar, em Carvalho (1992a).

⁴⁴ A natureza compreensiva dessa abordagem é explicitada nos volumes 25 a 27 dos **Collected Writings** de Keynes, onde são propostas políticas fiscais, monetárias, de controle de preços de *commodities*, de comércio exterior, de câmbio e industrial para aplicação no Pós-Guerra.

monetária, antes pelo contrário.⁴⁵ Por outro lado, impõem-se dois limites à formulação da política monetária: (a) enquanto elemento da política de governo, o primeiro limite é o da coordenação com os outros elementos dessa política, como meio específico e parcial de obtenção de metas fixadas globalmente; (b) a preservação do próprio padrão monetário, isto é, da estabilidade fundamental do poder de compra da moeda, que preserva a moeda de conta necessária à realização do cálculo econômico privado.⁴⁶ A preservação do padrão monetário é condição para a própria operação da política monetária, como se verá no item 3.3, adiante.

3.2 - Regulação e inovação financeira

Duas são as razões principais que definem a necessidade da regulação pública do sistema monetário e, dada a inter-relação entre eles, do sistema financeiro em uma concepção de economia como a que se vem descrevendo. Por um lado, a importância estratégica do setor, interligando e sustentando poupadores e investidores em graus

⁴⁵ No Comitê Macmillan, Keynes defendeu a mais completa transparência da política monetária, alegando que "(...) the more publicity you get people in the habit of expecting the better it is in the long run, and the less occasion for alarms based on misleading so called inside information. There are no secrets — everything is known. Therefore, you only lose by mystery in these matters." (KEYNES, s.d., v. 20, p.198).

Ainda nesse Comitê, Keynes declarou: "I attach enormous importance particularly in the long period to getting rid of unnecessary secrecy and mystery of all kinds. (...) I think also that greater publicity of all kinds will lead to better understanding by the market of what the Bank's intentions are, and will facilitate those intentions being carried into effect quicker and with more certainty. It nearly always pays the market to adapt itself to the real intentions of the Bank." (KEYNES, s.d., v.20, p.262-263).

"(...) quanto mais publicidade se consegue fazer com que o público espere, melhor é no longo prazo, e menos ocasião se tem para alarme baseado em informação dita interna enganadora. Não há segredos — tudo é sabido. Assim, só se perde com o mistério nesses problemas."

"Eu atribuo enorme importância, particularmente no longo período, a nos livrarmos do segredo desnecessário e dos mistérios de todos os tipos. (...) Penso também que maior publicidade de todos os tipos levará a uma melhor compreensão pelo mercado de quais são as intenções do Banco, facilitando que aquelas intenções sejam efetivadas mais rapidamente e com mais certeza. Quase sempre compensa ao mercado adaptar-se às intenções reais do Banco."

⁴⁶ O que significa preservar a liquidez da moeda, exigindo, assim, que as inelasticidades de produção e substituição sejam mantidas: "The attribute of 'liquidity' is by no means independent of the presence of these two characteristic. For it is unlikely that an asset, of which the supply can be easily increased or the desire for which can be easily diverted by a change in relative price, will possess the attribute of 'liquidity' in the minds of owners of wealth. Money itself rapidly loses the attribute of 'liquidity' if its future supply is expected to undergo sharp changes." (KEYNES, 1964, p.241n).

"O atributo de 'liquidez' não é de modo algum independente da presença dessas duas características. É improvável que um ativo, cuja oferta possa ser facilmente aumentada ou cujo desejo possa ser facilmente desviado por uma mudança em preços relativos, possua o atributo de 'liquidez' nas mentes dos possuidores de riqueza. A própria moeda perde rapidamente o atributo de 'liquidez' se se espera que sua oferta futura sofra grandes mudanças."

diversos de dependência mútua, aliada à fragilidade constitutiva do próprio setor, produtor que é de promessas de circulação futura de riqueza contingentes à concretização de expectativas formadas sob condições de incerteza irredutível a cálculo. Nos mercados monetário e financeiro, unidades superavitárias relacionam-se de forma complexa com unidades deficitárias, na linguagem de Gurley e Shaw, solidarizando os movimentos de um grande número de agentes econômicos. O setor monetário-financeiro alia, assim, importância estratégica na sustentação da atividade corrente com um grau elevado de fragilidade intrínseca à própria natureza dos contratos que são produzidos.

Por outro lado, como resultado da atividade desses setores, o volume de meios de pagamento e a estrutura de fontes de liquidez que nele se apóiam são determinados. Como se viu acima, na visão keynesiana esses valores não podem ser arbitrariamente fixados, para não ameaçarem seus atributos enquanto formas de riqueza. Cabe ao regulador do sistema cuidar para que existam freios e salvaguardas dos atributos dos ativos financeiros em geral, mas, e principalmente, da moeda, tanto a moeda legal como seus substitutos perfeitos ou plenamente líquidos em particular.

Reconhece-se ser esse um trabalho de Sísifo: sendo o sistema financeiro, amplo senso, constituído de instituições privadas que produzem as relações citadas como meio de obtenção de lucros, e não como aplicadores de disposições do Estado, é de se esperar uma expressiva tendência à inovação que permita a essas instituições aproveitarem as oportunidades de ganho que porventura sejam percebidas como bloqueadas por regulações existentes.⁴⁷

As mais importantes inovações financeiras das últimas décadas refletiram precisamente essa percepção. Por um lado, os bancos evoluem da ênfase tradicional na administração de ativos, que ocupou, por exemplo, a atenção de Keynes no *Treatise on Money*, para a administração de passivos (*liability management*), que lhes permite apelar para fontes de recursos alternativos, como, por exemplo, a venda de certificados de depósito a prazo, diminuindo sua dependência da autoridade monetária e, em consequência, reduzindo o poder desta última sobre os bancos.⁴⁸ Por outro lado, o

⁴⁷ Minsky (1982) sugere que inovações tendem a emergir quando a demanda por recursos supera a oferta, pressionando a taxa de juros para cima e sinalizando a escassez de "liquidez" e, assim, a oportunidade de ganhos adicionais para aquelas instituições que primeiro, ou melhor, puderem atender às demandas insatisfeitas. Para Minsky, isso pode se dar tanto como resultado de desenvolvimentos da própria economia privada, que intensificam a demanda por recursos financeiros em relação a uma dada disponibilidade, como em função de tentativas da autoridade monetária de sufocar movimentos expansivos indesejáveis.

⁴⁸ Não é excessivo enfatizar que a abordagem keynesiana é particularmente adequada para a consideração dessas tendências na operação dos bancos pela importância que reconhece à escolha de estratégias por parte dos bancos, que devem equilibrar liquidez e rentabilidade em balanços que são irremediavelmente especulativos, no sentido que Minsky dá a esse termo.

desenvolvimento de substitutos para a moeda, como os diversos tipos de contas bancárias transferíveis por cheques remunerados por uma dada taxa de juros, não apenas permite aos bancos absorverem fundos de fontes novas como aumenta a elasticidade do próprio sistema monetário.⁴⁹ Presentemente, profundas inovações estão de novo ocorrendo, que podem transformar a própria natureza da instituição bancária e de efeitos ainda não inteiramente conhecidos, que se relacionam ao desenvolvimento dos chamados **derivativos**.⁵⁰

Para a visão keynesiana, a introdução de distorções não resulta da existência de controles em geral, mas da forma específica como esses controles foram exercitados, geralmente discriminando instituições ou aplicações particulares, estimulando, assim, a inovação financeira. Sistemas menos discriminatórios, e, portanto, menos distorcivos, podem ser desenhados, ao invés da alternativa pela desregulamentação pura e simples da atividade nos mercados monetário e financeiro.⁵¹

3.3 - Inflação, metas e instrumentos de política monetária

Grande esforço e energia têm sido dedicados ao debate em torno dos instrumentos e metas mais eficazes para a operação da política monetária. Desse debate chegou mesmo a resultar uma ocorrência relativamente rara, uma reorientação da política monetária de meados para o final da década de 70 em muitos países ocidentais.⁵²

Nesse debate, associa-se a política keynesiana à determinação de metas de taxas de juros, à qual veio a se opor a visão monetarista favorável ao controle direto de agregados monetários, como a base monetária, ou M1 (nos Estados Unidos), ou M3 (na Inglaterra), apenas para citar alguns exemplos.

⁴⁹ A percepção de que outras aplicações começavam a assumir características próximas do depósito à vista levaram à extensão da exigência de reservas dos bancos comerciais para todas as instituições depositárias no Bank Act norte-americano de 1980.

⁵⁰ Esses desenvolvimentos foram objeto de extenso suplemento da revista *The Economist* (10.4.93).

⁵¹ Um sistema de regulação menos discriminatório que o norte-americano, por exemplo, é o alemão, que, ao invés de incidir sobre partes do sistema monetário/financeiro, busca garantir a robustez das instituições como um todo, compatibilizando a natureza e o perfil dos ativos e passivos das diversas instituições. Para uma descrição e discussão das pré-condições de adoção desse sistema, ver Kregel (1992a).

⁵² Uma referência fundamental foi o simpósio em torno à fixação de metas para agregados monetários em lugar da utilização das taxas de juros promovido pelo Banco Federal de Reserva de Nova York, no início dos anos 80, em que representantes de vários dos mais importantes Bancos Centrais relataram sua experiência. Ver Meek (1982).

Embora para Keynes essa tivesse sido uma questão basicamente instrumental, sem implicações teóricas mais profundas, na qual se utilizava a taxa de juros como meio de controle de agregados monetários,⁵³ o debate mais recente opôs posições mais radicalizadas, segundo as quais, a autoridade monetária tem completo controle sobre a oferta de moeda, ou não tem nenhum. Keynesianos e monetaristas tenderam a argumentar em favor da taxa de juros ou de agregados monetários como instrumento de política monetária, em função da maior ou menor estabilidade, no tempo, de funções demanda por moeda específicas. A identificação de uma relação estável entre quantidade de moeda e renda para uma grande parte do Pós-Guerra foi um dos pilares do ataque monetarista à política keynesiana. O colapso dessa relação ao final dos anos 70 colocou aquela escola na defensiva.

O argumento mais importante da controvérsia, porém, parece ser o de que a taxa monetária de juros correntes só pode ser um indicador relevante de política monetária (e um indutor de um determinado comportamento privado) sob condições de estabilidade de preços, corrente e esperada, de modo a fazer coincidir a taxa monetária de juros com a taxa real. Os críticos do keynesianismo apelam para o efeito Fisher, segundo o qual as taxas nominais correntes de juros incorporam as expectativas inflacionárias do mercado, de modo a defender a taxa real de juros nos contratos. Assim, como expectativas inflacionárias não são controláveis (nem razoavelmente observáveis), a focalização da ação nas taxas de juros correntes, cuja decomposição em seus elementos real e inflacionário é desconhecida, só pode tornar a política ineficaz.

O efeito Fisher foi objeto de crítica teórica e empírica desde os escritos do próprio Keynes. Na Teoria Geral, Keynes recusa esse efeito à medida que a inflação esperada não teria consequência sobre a margem de indiferença entre a moeda e outros ativos denominados em moeda. Se o mercado projeta uma determinada taxa de inflação com confiança, os preços *spot* dos ativos que tenham alguma defesa contra a inflação deverão subir, por arbitragem, até que o ganho esperado por esses ativos desapareça, criando apenas um ganho de capital para os detentores dos mesmos. Se, por outro lado, a inflação não é esperada, não se dará esse resultado, nem tampouco o efeito Fisher.⁵⁴ Por outro lado, estudos empíricos como o de Summers (1983) não encontram bases para aceitação da validade do efeito.

⁵³ Ao contrário da Teoria Geral, onde é bastante razoável se supor que Keynes tem em mente uma quantidade fixa de moeda, isto é, uma curva de oferta de moeda vertical no tradicional espaço juros/quantidade de moeda, no *Treatise on Money*, v. 2, Keynes descreve uma curva de oferta positivamente inclinada, mas não vertical, permitindo à autoridade monetária valer-se da escolha da taxa de juros para obter um volume desejado de moeda. Ver CWJMK (KEYNES, s.d., v.6, p.201).

⁵⁴ Note-se que recusar o efeito Fisher não implica desconhecer o paradoxo de Gibson, pelo qual os movimentos das taxas de juros e das taxas de inflação apresentam correlações significativas, mas, sim, recusar a explicação dada para o paradoxo.

À alternativa do controle de agregados monetários, keynesianos tendem a fazer coro com economistas aplicados, especialmente aqueles com experiência de operação de Bancos Centrais, em apontar dificuldades de controlabilidade importantes, seja pela dificuldade de identificação das tendências em ação nos mercados em tempo hábil para a tomada de decisão com relação àqueles instrumentos, seja pela possibilidade, quando se consideram prazos mais longos, da inovação financeira que cria constantemente instrumentos além do alcance da autoridade monetária. De qualquer modo, a partir de argumentos teóricos, é bastante difícil estabelecer algum fator intrínseco de superioridade de um instrumento sobre outro. Keynes favorecia uma postura pragmática, na qual a ação através da taxa de juros se justificava pela ênfase dada ao *open market* como canal de operação, mas com vistas ao controle das reservas do sistema bancário e, face à possibilidade permanente de inovações e mudança estrutural na economia como um todo, em atenção aos objetivos macroeconômicos que, afinal, eram o verdadeiro objeto da política econômica em geral e da monetária em particular. Keynes propôs, com frequência, reformas monetárias em que o valor da moeda seria estabilizado em termos de uma cesta especificada de bens, determinada pela sua relevância e pela sua capacidade de antecipar variações do custo de vida, que serviriam de indicador para a adequação da política monetária.⁵⁵

Bibliografia

- BALUG, M. (1990). *John Maynard Keynes: life, ideas, legacy*. London: Macmillan.
- CARVALHO, F. (1988). Keynes on probability, uncertainty and decision-making. *Journal Post Keynesian Economics*. Fall.
- CARVALHO, F. (1992). Keynes on probability, uncertainty and decision-making. In: BLAUG, Mark, ed. *Pioneers in economics: John Maynard Keynes*. Cheltenham: Edward Elgar.

⁵⁵ É preciso ter-se em mente a existência de receituários diferentes para situações de inflação extrema. Nessas condições, a moeda perde seu atributo de liquidez, ocorrendo a fuga da moeda. Os canais de operação normal da política monetária, que dependem do reconhecimento da moeda como forma de riqueza, são aqui destruídos, e o único procedimento sensível para a autoridade monetária é tentar reconstruir o sistema monetário. Keynes participou de diversas iniciativas dessa natureza durante o episódio da hiperinflação alemã nos anos 20 (KEYNES, s.d., v. 4, 17, 18, 19). Uma situação normal é aquela em que parte da moeda disponível é retida nos *portfolios* (não apenas, nem principalmente, das famílias, mas também das firmas e dos bancos), isto é, na circulação financeira, permitindo à autoridade monetária agir como descrito anteriormente. Processos inflacionários que não conduzam à fuga da moeda podem se dar sem que a operação da política monetária tenha de se alterar de modo mais radical. Ver Chick (1992).

- CARVALHO, F. (1992a). **Mr Keynes and the post keynesians**. Cheltenham: Edward Elgar.
- CHICK, V. (1992). **On money, method and keynes**. London: Macmillan.
- DAVIDSON, P. (1978). **Money and the real world**. 2.ed. London: Macmillan.
- THE ECONOMIST (10.4.93).
- FRIEDMAN, M. (1989). Quantity theory of money. In: EATWELL, J., MILGATE, M., NEWMAN, P., ed. **The new Palgrave: money**. London: Macmillan.
- HAHN, F. (1981). **Money and inflation**. Cambridge: MIT.
- HAHN, F. (1984). **Equilibrium and macroeconomics**. Cambridge: MIT.
- HARCOURT, G. C. (1982). **The social science imperialist**. London: Routledge and Kegan Paul.
- KALDOR, N. (1980). **Essays on economic stability and growth**. 2.ed. New York: Holmes and Meier. (1.ed. 1960).
- KALECKI, M. (1971). **Selected essays on the dynamics of the capitalist economy**. Cambridge: Cambridge University.
- KEYNES, J. M. (1964). **The general theory of employment, interest and money**. New York: Harcourt, Brace, Jovanovich.
- KEYNES, J. M. (s.d.). **The collected writings of J. M. Keynes**. London: Macmillan. (vários volumes).
- KLEIN, L. (1952). **La revolucion keynesiana**. Madrid: Revista de Derecho Privado.
- KREGEL, J. (1992). Some considerations on the causes of structural change in financial markets. *Journal of Economic Issues*, sept.
- KREGEL, J. (1992a). Universal banking, US banking reform and financial competition in the EEC. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, sept.
- LUCAS JÚNIOR, R. (1981). Tobin and monetarism: a review article. *Journal of Economic Literature*. june.
- LUCAS JÚNIOR, R. (1981a). **Studies in business-cycle theory**. Cambridge: MIT.
- LUCAS JÚNIOR, R., SARGENT, T., ed. (1981). **Rational expectations and econometric practice**. Minneapolis: University of Minnesota.
- MEEK, P., ed. (1982). **Central Bank views on monetary targetting**. New York: The Federal Reserve Bank of New York.
- MINSKY, H. (1982). **Can'it' hapen again?** Armonk: M. E. Sharpe.
- MOORE, B. (1988). **Horizontalist and verticalist**. Cambridge: Cambridge University.

- MORRISON, G. (1966). **Liquidity preferences of commercial banks**. Chicago: The University of Chicago.
- OKUN, A. (1967). Monetary policy, debt management, and interest rates: a quantitative appraisal. In: HESTER, O., TOBIN, J., ed. **Financial markets and economic activity**. New York: John Wiley & Sons.
- ROBINSON, J. (1979). **The generalization of the general theory and other essays**. London: Macmillan.
- SIMONSEN, M. H., WERLANG, S. (1991). Subadditive probabilities and portfolio inertia. *Revista de Econometria*, abr.
- SUMMERS, L. (1983). The non-adjustment of nominal interest rates: a study of the fisher effect. In: TOBIN, J. ed. **Macroeconomics, prices and quantities**. Washington, DC: The Brookings Institutions.

Abstract

Mainstream criticism of Keynesian macroeconomics was built on an alleged misapprehension of the importance of the role of money on the part of Keynes himself and of Keynesian economists. Keynesian economics had, in fact, a clear view of the macro role of money but argued that the elasticities of supply and/or demand for money were such, in empirical terms, as to reduce its influence on effective demand. This paper examines the traditional Keynesian arguments to support the view that money had no noticeable influence on effective demand, their Monetarist criticism and the basis for a reconstruction of a Keynesian analysis of monetary policy supported by the original approach of Keynes.