

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

**LARISSA NAVES DE DEUS**

**A POLÍTICA MONETÁRIA NA PERSPECTIVA PÓS-KEYNESIANA**

**UBERLÂNDIA, MG  
2015**

**LARISSA NAVES DE DEUS**

**A POLÍTICA MONETÁRIA NA PERSPECTIVA PÓS-KEYNESIANA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Economia.

Área de concentração: Desenvolvimento Econômico

Orientador: Prof. Dr. Fábio Henrique Bittes Terra

**UBERLÂNDIA, MG  
2015**

**LARISSA NAVES DE DEUS**

**A POLÍTICA MONETÁRIA NA PERSPECTIVA PÓS-KEYNESIANA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Economia.

Área de concentração: Desenvolvimento Econômico

Uberlândia, MG - 24 de fevereiro de 2015.

**Banca Examinadora**

---

Prof. Dr. Fábio Henrique Bittes Terra  
(Orientador – IE/UFU)

---

Prof. Dr. Aderbal Oliveira Damasceno  
(Examinador – IE/UFU)

---

Prof. Dr. Marco Flávio da Cunha Resende  
(Examinador – FACE/UFMG)

*Dedico este trabalho aos meus pais,  
Geraldo e Luciana,  
que são minha maior referência,  
meu porto seguro!*

## AGRADECIMENTOS

A finalização deste trabalho faz com que passe um filme em minha cabeça, por mais clichê que isso possa parecer. Invadem meu pensamento as lembranças de quando saí de casa para estudar, de quando, ainda na graduação, me encantei pela carreira acadêmica e, de já cursando o Mestrado, as inúmeras dúvidas e anseios que pareciam fazer parte de mim. Hoje a satisfação é muito grande e, para além do crescimento profissional, me sinto uma pessoa muito melhor, capaz de enfrentar mais facilmente os desafios e obstáculos que por vezes surgem.

Mas tudo isso só foi possível com a ajuda, presença e ensinamentos de pessoas muito importantes que Deus colocou no meu caminho. Por isso, em primeiro lugar agradeço à Ele, pelas inúmeras oportunidades a mim concedidas, por me abraçar e amparar nos momentos difíceis e por sempre me fazer acreditar que há outro dia, com novos sonhos e perspectivas, com a possibilidade de sempre recomeçar. Obrigada meu Deus!

De maneira muito especial, agradeço aos meus pais, Geraldo e Luciana, mesmo sabendo que palavras faltam para expressar o quanto sou grata por tudo o que vocês são para mim. Ao meu pai, obrigada por todo amor e carinho, pelo exemplo, pelo apoio e por acreditar em mim. À minha mãe, obrigada por dedicar sua vida à minha e de minhas irmãs, pelos valores que nos passa, por todo amor que sente por mim e por me dar um colo tão cheio de ternura. Aproveito, ainda, para pedir-lhes desculpas pelos muitos momentos em que tive que me ausentar da presença de vocês, mas, saibam que cada segundo que passamos juntos são muito valiosos para mim! Amo vocês!

Agradeço à minha irmã Talita, que já exerce em casa, comigo, sua futura profissão de Psicóloga. Muito obrigada pelos conselhos, pela companhia, pelo amor e por você ser assim, tão especial para mim! À Michelle, agradeço o amor, companheirismo e a preocupação que têm por mim. Muito obrigada também por ter se juntado a nós no último ano e ter trazido à Uberlândia, um pouco mais do 'jeitinho lá de casa'. Agradeço também à minha prima-irmã, Tetê, pelo seu jeito doce, carinhoso e meigo, que com tão pouca idade me ensina tanto e traz tanta alegria! Obrigada, amo vocês!

Aos meus avós maternos, Dimas e Vanda, sou muito grata ao amor que sentem por mim e por me darem sempre exemplos tão bons, além das muitas conversas que temos, que para mim são de uma riqueza profunda. Aos meus avós paternos, Conceição e Divino, agradeço pelas bênçãos quando criança, e tenho certeza que continuam olhando por mim, de onde estiverem. Obrigada também, às tias, tios e primos, pela preocupação e pela torcida!

Ao meu namorado, Wilson Filho, muito obrigada por tornar meus dias mais tranquilos, serenos e felizes! Obrigada por dividir sua vida comigo, por ser tão companheiro, por me ouvir e procurar entender minhas dúvidas e anseios. Seu apoio, carinho e amor são combustíveis para seguir adiante. Amo você!

Agradeço ainda aos amigos que conquistei ao longo da vida, especialmente à Priscylla, que por maior que seja a distância que nos separa, o papo é sempre tão bom e a preocupação e apoio sempre tão presentes. Aos amigos da turma 53<sup>a</sup>, que mesmo tendo poucos encontros, são muito especiais. Agradeço também aos amigos da turma de Mestrado, pelas muitas discussões, ensinamentos e desabafos, especialmente à Gabriela e Polliany, às quais me tornei mais próxima e que juntas temos tentado não esquecer de que a vida não é apenas estudo e trabalho.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Fábio, muito obrigada por todos os ensinamentos e pelas excelentes aulas. Mas, especialmente, obrigada por toda ajuda, incentivo, conselhos e estímulos durante o Mestrado. Agradeço por ter tornado um trabalho tão temido, muito tranquilo e prazeroso. Sua atenção, paciência, empenho e dedicação a mim, assim como a todos os seus orientandos, nos mostram o grande Mestre que é. Obrigada!

Agradeço também à Prof. Dr<sup>a</sup>. Vanessa Val, por ter me apresentado o caminho da pesquisa e por todas as suas contribuições na banca de qualificação deste trabalho. Ao Prof. Dr. Aderbal, obrigada pelos dois convites aceitos que lhes foram feitos: a participação na banca de qualificação e na banca de defesa da dissertação. Obrigada pelas sugestões feitas, pelos futuros comentários durante a defesa, e por ter me atendido com muita presteza e dedicação no momento final do curso. Aproveito para estender meu agradecimento a todos os professores e funcionários do IE/UFU, pelos ensinamentos e toda a ajuda de anos.

Ao Prof. Dr. Marco Flávio, obrigada por aceitar participar da banca examinadora deste trabalho e pelos futuros comentários, que, certamente, contribuirão para o aprimoramento e desdobramentos futuros desta pesquisa.

À Capes, obrigada pelo apoio financeiro.

## RESUMO

Este trabalho investiga a importância da política monetária como reguladora do sistema monetário e financeiro e como um mecanismo de estabilização automática dos ciclos das economias monetárias de produção, modo pelo qual Keynes e a perspectiva pós-keynesiana, que norteiam teoricamente este trabalho, definem a economia capitalista. Especificamente, o trabalho busca responder às seguintes questões: tendo em vista o referencial teórico de Keynes e os avanços realizados pelos autores pós-keynesianos, o que seria o regime de política monetária keynesiano? Quais suas características, modo de funcionamento, instrumentos e institucionalidade da AM? Para tanto, realiza-se um resgate teórico das principais obras de Keynes que tratam do papel da moeda e da política monetária, assim como as contribuições realizadas pelos autores pós-keynesianos. As conclusões do trabalho concebem um regime monetário keynesiano condizente com o modo de funcionamento de economias monetárias da produção, em que a AM busca contemplar três objetivos, hierarquicamente elencados: pleno emprego, estabilidade monetária e estabilidade financeira. Para o alcance de tais objetivos ela dispõe de instrumentos para uma política monetária ativa, referentes ao recolhimento compulsório, taxa de redesconto, operações de mercado aberto e medidas de regulamentação financeira. Ademais, em relação à institucionalidade que cerca a AM, destaca-se a liberdade de que ela dispõe para operacionalizar seus instrumentos em busca do objetivo da política econômica geral, delineado pelo Governo, além da importância da coordenação entre as políticas econômicas para o bom funcionamento do regime monetário keynesiano.

**Palavras-chave:** Política Monetária. Keynes. Pós-keynesianos.

## **ABSTRACT**

This dissertation investigates the importance of monetary policy as a regulator of the monetary and financial system and as an automatic stabilization mechanism cycles of monetary economies of production, the way Keynes and the post-Keynesian perspective, which theoretically guide this work, define the capitalist economy. Specifically, this research answer the following questions: in view of the theoretical framework of Keynes and the progress made by the post-Keynesians authors, what could be the Keynesian monetary policy regime? What characteristics, mode of operation, instruments and institutions of AM? So there will be a theoretical research on the major works of Keynes dealing with the role of money and monetary policy, as well as the contributions made by post- Keynesian authors. The conclusions of the study conceive a Keynesian monetary regime consistent with the mode of operation of monetary economies of production in the AM seeks to address three objectives, listed hierarchically: full employment, monetary stability and financial stability. To achieve these objectives, has instruments for an active monetary policy, for the reserve requirements, rediscount rate, open market operations and financial regulatory measures. Furthermore, in relation to the institutions surrounding the AM, there is the freedom that it has to operate their instruments in pursuit of the goal of general economic policy outlined by the Government, and the importance of coordination between the economic policies for the proper functioning Keynesian monetary regime.

**Key-words:** Monetary policy. Keynes. Post-Keynesians.



## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1: Derivação da CILO ( <i>Constant Inflation Level of Output</i> ) .....	67
Figura 2: Derivação da MURI ( <i>Minimum Unemployment Rate of Inflation</i> ).....	69

## LISTA DE SIGLAS

ABRR	<i>Asset Based Reserve Requirements</i>
AM	Autoridade Monetária
BC	Banco Central
CILO	<i>Constant Inflation Level of Output</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
MURI	<i>Minimum Unemployment Rate of Inflation</i>
TG	<i>The General Theory of Employment, Interest and Money</i>
TIP	<i>Tax-based Incomes Policy</i>
TM	<i>A Treatise on Money</i>
TQM	Teoria Quantitativa da Moeda
TRACT	<i>A Tract on Monetary Reform</i>

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>11</b>
<b>1 O PAPEL DA MOEDA E DA POLÍTICA MONETÁRIA EM KEYNES .....</b>	<b>14</b>
1.1 “ <i>A TRACT ON MONETARY REFORM</i> ” .....	14
1.2 “ <i>A TREATISE ON MONEY</i> ” .....	22
1.3 “ <i>THE GENERAL THEORY OF EMPLOYMENT, INTEREST AND MONEY</i> ” .....	32
<b>1.3.1 Variações do nível de preços na <i>TG</i> .....</b>	<b>38</b>
<b>1.3.2 Atuação da AM e papel da política monetária na <i>TG</i> .....</b>	<b>42</b>
1.4 “ <i>THE MONETARY POLICY OF THE LABOUR POLICY</i> ” .....	47
<b>2 AVANÇOS EM RELAÇÃO A KEYNES: A MOEDA E A POLÍTICA MONETÁRIA PARA OS PÓS-KEYNESIANOS.....</b>	<b>50</b>
2.1 A TEORIA PÓS-KEYNESIANA.....	50
2.2 A MOEDA PARA OS PÓS-KEYNESIANOS.....	53
2.3 A POLÍTICA MONETÁRIA PARA OS PÓS-KEYNESIANOS .....	60
<b>2.3.1 Causas da variação do nível de preços.....</b>	<b>63</b>
<b>2.3.2 Instrumentos e mecanismos de transmissão da política monetária .....</b>	<b>69</b>
<b>2.3.3 Funções e institucionalidade acerca da AM.....</b>	<b>73</b>
<b>3 O REGIME DE POLÍTICA MONETÁRIA KEYNESIANO .....</b>	<b>80</b>
3.1 REGIMES MONETÁRIOS.....	80
<b>3.1.1 Regime Monetário de Metas Cambiais.....</b>	<b>82</b>
<b>3.1.2 Regime de Metas Monetárias .....</b>	<b>84</b>
<b>3.1.3 Regime Monetário de Metas de Inflação .....</b>	<b>86</b>
<b>3.1.4 Características de um Regime Monetário .....</b>	<b>88</b>
3.2 ECONOMIA MONETÁRIA DE PRODUÇÃO .....	89
3.3 O REGIME DE POLÍTICA MONETÁRIA KEYNESIANO .....	91
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>99</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>102</b>

## INTRODUÇÃO

A teoria keynesiana, isto é, os escritos originais de John Maynard Keynes, bem como os desenvolvimentos pós-keynesianos, baseia-se em as economias capitalistas serem economias monetárias de produção. Enquanto tal, o sistema econômico contempla uma série de características, como a incerteza a que de forma inerente estão condicionadas as decisões dos agentes, implicando-lhes como base para tanto expectativas acerca do futuro – e não o conhecimento dele; a demanda efetiva como lado dinâmico do sistema econômico; a importância dada ao investimento como variável determinante do nível de produto e emprego; a importância da moeda, sendo capaz de reservar valor ao longo do tempo; a presença de desemprego involuntário; a existência de contratos monetários para arrefecer a incerteza; a necessidade de coordenação entre as políticas econômicas para o alcance do nível de pleno emprego, dentre outras.

Como se pode ver na adjetivação do nome dado por Keynes às economias modernas – economias monetárias da produção – destaca-se neste norte teórico a importância da moeda na explicação da dinâmica do sistema econômico. Tal importância se deve às funções que ela desempenha, quais sejam, meio de troca, unidade de conta e reserva de valor, notadamente esta e a sua capacidade de gerar ciclos econômicos. Ao contrário da doutrina clássica, que concebe a moeda como apenas intermediário de trocas, para Keynes, ela se caracteriza como um ativo, como outro qualquer na economia, porém dotada de uma peculiaridade especial: carregar, com liquidez absoluta, a riqueza dos agentes ao longo do tempo.

Neste sentido, em um mundo no qual o futuro é incerto, os agentes tomam suas decisões baseados em expectativas, de modo que, se prevalece a incerteza, eles podem preferir reter moeda como meio de se protegerem da desanimada expectativa de futuro que carregam, já que a moeda é um ativo dotado de valor e liquidez. Entretanto, a demanda de moeda por parte dos agentes afeta a dinâmica econômica, uma vez que, assim, os agentes estão preferindo demandar um ativo não reprodutível, e, logo, não há incremento de produção e, conseqüentemente, de emprego. Ou seja, a demanda por moeda substitui a demanda por bens e serviços, contudo, estes geram emprego ao serem demandados, enquanto aquela, não. Ressalta-se que além do componente subjetivo no tocante à demanda por moeda, referente às expectativas dos agentes frente à incerteza, há um componente objetivo que toca a moeda e que os agentes levam em consideração ao tomarem suas decisões: a taxa de juros.

É justamente por relacionar-se ao comportamento da taxa de juros, que indica o preço por abrir-se mão da liquidez oferecida pela moeda, que a análise do papel da política

monetária em economias monetárias é relevante. Observa-se, através das análises dos principais regimes de política monetária da literatura, referentes aos regimes de metas cambiais, metas monetárias e metas de inflação, todos de inspiração ortodoxa, que a Autoridade Monetária<sup>1</sup> (doravante, AM) persegue um objetivo central, qual seja, a busca pela estabilidade monetária. Entretanto, como visto acima, Keynes e os pós-keynesianos entendem que a moeda, e por consequência, a taxa de juros, conseguem impactar não apenas o nível de preços, mas toda a dinâmica econômica, e, marcadamente, o nível de emprego.

Porém, apesar das críticas pós-keynesianas a esses regimes consagrados na literatura, não há um regime de política monetária keynesiano definido, mesmo se reconhecendo em Keynes um dos mais importantes teóricos da disciplina de economia monetária da ciência econômica. É neste contexto que esta dissertação se justifica, ao procurar delinear o que seria o regime de política monetária keynesiano. Deste modo, busca-se responder ao seguinte problema: tendo em vista o referencial teórico de Keynes e os avanços nele realizados pelos autores pós-keynesianos, o que seria o regime e a política monetária keynesiano? Quais suas características, modo de funcionamento, instrumentos de política monetária e institucionalidade da AM?

Portanto, o objetivo deste trabalho é delinear um regime de política monetária baseado nas obras de Keynes e dos autores pós-keynesianos. Ademais, como objetivos específicos busca-se entender como Keynes concebe a moeda no sistema econômico ao longo de suas obras; analisar o papel dos instrumentos de política monetária à luz das contribuições de Keynes acerca da regulação do sistema monetário e financeiro; analisar os avanços propostos pelos autores pós-keynesianos em relação à sistemática do sistema monetário e financeiro; e, apreender a natureza e o arcabouço institucional da AM. Ressalta-se, ainda, que esta pesquisa visa ao resgate da história do pensamento da perspectiva keynesiana, de forma que não se objetiva fazer paralelos entre a referida teórica e os regimes de política econômica de outras escolas da economia, ou seja, trata-se de uma investigação de contribuição interna à teoria pós-keynesiana.

Para tanto, este trabalho se utilizará da revisão bibliográfica como método de procedimento e contemplará três capítulos, além desta introdução e das considerações finais, seção esta em que se pretende apresentar uma síntese do que se analisou ao longo da dissertação. No primeiro capítulo é realizada a análise das principais obras de Keynes no tocante ao papel da moeda e da política monetária em economias monetárias de produção.

---

<sup>1</sup>Neste trabalho Autoridade Monetária e Banco Central são utilizados como sinônimos.

Dessa forma, serão pesquisadas as obras “*A Tract on Monetary Reform*” (de agora em diante, *Tract*), “*A Treatise on Money*” (doravante, *TM*), “*The General Theory of Employment, Interest and Money*” (de agora em diante, *TG*), que representam a evolução da teoria monetária de Keynes, além do artigo “*The Monetary Policy of the Labour Party*”, de 1932, que contempla apontamentos acerca da institucionalidade da AM.

No segundo capítulo busca-se analisar os principais avanços teóricos realizados pelos autores pós-keynesianos em relação à Keynes. Assim a primeira parte do capítulo refere-se aos princípios norteadores do modo de funcionamento de economias monetárias, na visão pós-keynesiana. Em seguida, parte-se para os avanços realizados por esses autores no tocante à importância da moeda no sistema econômico, enquanto que, por fim, apresenta-se a proposta de política monetária desses autores.

No terceiro capítulo, inicialmente analisam-se os principais regimes monetários consagradas na literatura, a bem de se auferir as características essenciais a se configurar um regime monetário. Após ter essas características em mente, parte-se para a análise de que tipo de economia em que a política monetária keynesiana atuará, que nada mais é que retomar as principais contribuições de Keynes e dos pós-keynesianos acerca das economias monetárias. Por fim, concebe-se o regime de política monetária baseado em Keynes e nos autores pós-keynesianos, objetivo desta dissertação.

## 1 O PAPEL DA MOEDA E DA POLÍTICA MONETÁRIA EM KEYNES

Este capítulo tem como objetivo resgatar, nas principais obras econômicas de Keynes e em alguns de seus panfletos, o papel da moeda e da política monetária nas economias monetárias da produção. Como é sabido, o autor atribui à moeda papel diferenciado devido a ela ser um ativo que funciona como reserva de valor, função que, quando exercida de forma alastrada, gera ciclos econômicos, com redução dos níveis de emprego e produto.

Entretanto, o papel de destaque dado à moeda e, conseqüentemente, à política destinada a manter sua estabilidade, foi sendo construído ao longo das obras de Keynes. Neste sentido, a primeira seção do capítulo analisa o *Tract*, em que o autor inicia seus apontamentos acerca do papel da moeda e da política monetária, a partir da reinterpretação da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM).

Na segunda seção é apresentada a análise do *TM*, em seus dois volumes, considerada um passo intermediário na constituição de uma teoria monetária da produção. Na terceira seção busca-se analisar as contribuições de Keynes na *TG*, obra de maior repercussão do autor, que consiste em mostrar a lógica de funcionamento de economias monetárias de produção. A seção contempla ainda duas subseções, a primeira, referente à teoria dos preços desenvolvida por Keynes, e, a última seção, que busca analisar o papel da AM e da política monetária em economias monetárias.

Como o capítulo tem como objetivo central analisar o papel da moeda e da política monetária, é interessante discutir como Keynes concebe a institucionalidade que cerca a AM. Assim, na última seção é apresentado um pequeno artigo de Keynes, de 1932, intitulado “*The Monetary Policy of the Labour Party*”, em que ele discute como o Banco da Inglaterra deveria ser gerido à época, trazendo grandes contribuições à noção normativa do arcabouço institucional de um Banco Central (doravante, BC) e sua relação com o Governo. Embora o texto seja anterior à publicação da *TG*, optou-se pela sua apresentação numa última seção do capítulo devido ao seu conteúdo não seguir a mesma lógica das obras anteriores.

### 1.1 “A TRACT ON MONETARY REFORM”

A concepção da moeda como não neutra no sistema econômico é devida à Keynes (1985), na *TG*. Porém, por trás desta conclusão, o autor desenvolveu inúmeros estudos que o permitiram transitar da validade da TQM no longo prazo, como é o caso do *Tract*, para uma

teoria monetária da produção, como é o caso da *TG*, em que a *TQM* apenas é válida se um conjunto de inúmeras condições, não muito realistas, prevalecerem, o que é pouco provável.

No *Tract*, Keynes (1971a) aborda os problemas hiperinflacionários e as flutuações cambiais na Europa no pós 1ª Guerra, além de analisar teoricamente o papel da política monetária, a partir da reinterpretação da *TQM*. Inicialmente, ao tratar das alterações no valor do dinheiro, o autor aponta que tais mudanças geram efeitos diferentes a cada classe social no tocante à redistribuição da riqueza. O aumento do nível geral de preços - inflação - tende a redistribuir a riqueza da sociedade de modo prejudicial à classe dos investidores financeiros e de modo positivo aos homens de negócio/comerciantes e aos trabalhadores. Já em períodos de deflação, a riqueza é redistribuída de maneira favorável aos investidores financeiros em detrimento dos homens de negócio e trabalhadores.

A explicação reside no fato de que os investidores financeiros possuem contratos monetários que lhes representam direitos a valores mobiliários, logo, eles não possuem de fato o patrimônio ou riqueza, mas sim o direito a tal. Dessa forma, se o valor da moeda se deteriora, o valor dos contratos monetários diminui. Já os empresários veem com a inflação o aumento dos preços de seus produtos, enquanto seus custos ainda podem permanecer constantes, assim como seus estoques, que podem ser vendidos a um preço mais elevado, o que lhes confere maior nível de renda. Em consequência, os trabalhadores podem requerer o aumento de seus salários em linha com o aumento dos preços, não sendo, dessa forma, prejudicados pelo processo inflacionário.

O autor salienta, contudo, que os benefícios gerados pela percepção da inflação por essas classes podem se dissipar a partir dos problemas oriundos do processo inflacionário. Isto, porque, o empresário pode sofrer da ilusão monetária em períodos de alta dos preços, ao enxergar a valorização de seu patrimônio como ganho de capital e, com isso, não incorrer em novos investimentos. Ademais, ao mesmo tempo, com inflação contínua, o empresário é desestimulado a fazer novos investimentos devido à incerteza quanto ao nível de preços futuro, o que prejudica o nível de produção. Consequentemente, a classe de trabalhadores também pode se deparar, no médio prazo, com uma situação em que o nível de preços supera o aumento inicial de salários, o que compromete seu poder de compra.

Tendo em vista os distúrbios causados pela alteração no valor da moeda, Keynes (1971a) vê a necessidade de controle sobre o nível de preços. Para tanto, o autor busca entender como o nível de preços varia, para então realizar a análise de como controlar ou influenciar o comportamento desta variável. A *TQM* é a forma pela qual os autores clássicos explicam a variação dos preços na economia, que ocorre de acordo com a quantidade de



moeda em circulação, uma vez que a velocidade da moeda é estável e a renda é dada a cada período. Nesta abordagem, a moeda funciona apenas como meio de troca, o que demonstra seu caráter de neutralidade: “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” (CARVALHO, 1994, p. 41, grifo do autor). O postulado da manutenção constante da velocidade-renda da moeda implica inexistência de entesouramento, ressaltando a ligação entre a TQM e a Lei de Say, a qual pode ser compreendida a partir da seguinte passagem:

O dinheiro é apenas a viatura do valor dos produtos (...), o dinheiro desempenha somente um ofício passageiro nessa dupla troca, e, terminadas as trocas, verifica-se sempre: produtos foram pagos com produtos. É bom observar que um produto acabado oferece, a partir deste instante, um mercado para outros equivalentes a todo montante de seu valor (SAY, 1983 *apud* DAMICO, 1985, p. 106).

O enunciado da Lei de Say pressupõe que o mesmo processo de produção que cria os produtos (oferta) gera rendas, sendo que estas se transformam em demanda pela compra de outros produtos. Logo, há equilíbrio dos mercados, pois a desutilidade marginal de se ofertar trabalho à produção apenas merece ser exercida para que o agente tenha condições de demandar produção correspondente à utilidade marginal do salário. Assim, seria irracional incorrer no desprazer do trabalho para entesourar recursos. Como consequência, a moeda é neutra, uma vez que não é um objeto desejado para reservar valor ao longo do tempo, mas, apenas, para facilitar as trocas entre aquilo que os agentes produziram. Neste sentido:

Ora, observe-se que os pressupostos necessários para se aceitar a Lei de Say, de negação da função de meio de entesouramento da moeda, e de neutralidade da moeda são os mesmos requeridos pela Teoria Quantitativa da Moeda. É a ausência de entesouramento que torna a demanda estável e, conseqüentemente, a velocidade de circulação da moeda estável ou previsível. É, por sua vez, a neutralidade da moeda que impede que variações da quantidade de moeda afetem a produção real, garantindo efeito proporcional sobre o nível geral de preços, ou seja, provocando inflação. Finalmente, é o Banco Central que, podendo controlar a quantidade de moeda por meio de compensações de movimentos na velocidade de sua circulação, ao não fazê-lo corretamente, provoca inflação (MOLLO, 2004, p. 326).

Keynes (1971a) explica a lógica da TQM em que a quantidade de moeda que o público mantém em mãos é determinada pela quantidade de poder de compra que lhes é tido. O poder de compra pode se alterar devido às mudanças na riqueza e nos hábitos do público. A riqueza do público costuma mudar de maneira gradual, enquanto que os hábitos no uso do dinheiro, referentes ao tipo e temporalidade com que os pagamentos são realizados, por

exemplo, são mais facilmente alterados. Este ponto pode ser entendido como uma aproximação do que o autor na *TG* definiu como preferência pela liquidez, em que as expectativas futuras levam os agentes a reterem ou abrirem mão da liquidez da moeda.

Porém, mantidos fixos tais parâmetros, é possível determinar a quantidade de poder de compra denominada em forma monetária, a partir de um conjunto de artigos de padrão de consumo ou objetos de despesa, representando as unidades de consumo a serem demandadas – **K**. A quantidade de moeda, ou suas substitutas próximas, em circulação é representada por **N** e, **P** corresponde ao preço de cada unidade de consumo, de modo que:  $N = P \cdot K$ . Nas palavras de Keynes, “esta é a famosa teoria quantitativa da moeda. Enquanto *k* permanece inalterado, *n* e *p* aumentam e diminuem na mesma proporção, ou seja, quanto maior ou menor a quantidade de moeda, maior ou menor é o nível de preços” (1971a, p. 63, grifo do autor, tradução nossa<sup>2</sup>).

Ao estender a análise para o caso de o público manter depósitos bancários e os bancos manterem reservas na forma de moeda para honrarem seus compromissos, a expressão da TQM se altera. Sendo **k'** correspondente aos depósitos mantidos pelo público nos bancos e, **r**, a reserva de moeda que os bancos mantêm, têm-se que  $N = P \cdot (K + r \cdot k')$ . Nesta nova expressão, bem como na TQM convencional, se mantidos inalterados os parâmetros **K**, **r** e **k'**, os preços variam na mesma proporção que a quantidade de moeda em circulação. Entretanto, como apontado por Keynes (1971a), os adeptos da TQM consideram que os hábitos do público no uso do dinheiro e dos serviços bancários, assim como as práticas dos bancos em relação às suas reservas mudam com o tempo, em decorrência de alterações nas organizações econômicas e sociais. Assim, mudanças na quantidade de moeda, **N**, não podem afetar **K**, **r** e **k'**, de forma que o impacto se dá diretamente no nível de preços, **P**.

Para o autor, no longo prazo esta abordagem é válida. Como exemplo, ele cita a economia americana no período pós-guerra e argumenta o fato de que se a moeda havia sido estabilizada em 10% abaixo de seu valor presente, seria seguro assumir que, se **N** e **P** estivessem apenas 10% maiores do que realmente são, **K**, **r** e **k'** seriam totalmente afetados. Entretanto, Keynes acredita que o longo prazo é um guia enganador para a apresentação de soluções práticas para os problemas econômicos, de forma que é melhor ter-se em mente que “*no longo prazo estaremos todos mortos*” (1971a, p. 65, grifo do autor). A partir dessa constatação, o autor afirma que a TQM, pelo menos no curto prazo não é válida, de modo que a moeda não apresenta a neutralidade defendida pelos autores clássicos, o que implica que

---

<sup>2</sup>Todas as citações diretas das obras e artigos disponíveis em língua estrangeira foram traduzidas livremente pela autora de modo que, para evitar redundância, esta indicação vale para as demais citações em toda a dissertação.

uma mudança no nível de preços pode afetar a riqueza do público o que, conseqüentemente, levaria à mudança de hábitos em busca de maior proteção.

Dessa forma, mudanças no nível de preços podem alterar os níveis de **K**, **r** e **k'**, e, não há garantia de que esta mudança inicial se transfira de modo proporcional à quantidade de moeda em circulação. Da mesma forma, mudanças nas variáveis **K**, **r** e **k'** podem alterar a magnitude do nível de preços, dado que a relação posta é endógena, ou seja, mudanças nos hábitos e no comportamento do público podem levar a mudanças no nível de preços, sem que a quantidade de moeda seja alterada. Logo, variações no valor da moeda afetam a distribuição e a produção e assim, “no curto prazo, a proporcionalidade entre oferta de moeda e nível geral de preços, essência da teoria quantitativa da moeda, deixa de ser válida” (FERRARI FILHO, 2006a, p. 220).

Após compreender como se processam as variações no nível de preços, Keynes (1971a) debate questões práticas relacionadas com a estabilidade monetária, quais sejam, a distinção entre deflação e desvalorização, estabilidade de preços e estabilidade de trocas e a questão do padrão-ouro<sup>3</sup>.

Em relação ao primeiro ponto, o autor considera que a instabilidade do dinheiro à época se agravava em função do fracasso das moedas nacionais em manterem-se estáveis em relação ao padrão de valor vigente, o ouro, além da incapacidade deste próprio em permanecer estável em termos de poder de compra. Com isso, a questão era saber se as moedas nacionais deveriam ter seu valor restaurado ao nível do período pré-guerra, ou a um valor mais próximo das circunstâncias do período em voga, porém inferior, ou seja, a escolha entre deflação e inflação.

A deflação corresponde à redução da relação entre o volume de moeda de um país e suas exigências de poder de compra, de modo que se verifica o aumento do valor de troca da moeda em termos de mercadorias. Já a inflação, neste caso, pode ser entendida pela alternativa de se colocar o valor da moeda em algum ponto próximo ao que vale no presente, sem levar em conta seu valor imediatamente anterior. A deflação não é desejável por

---

<sup>3</sup>Ressalta-se que o padrão ouro consistia num regime monetário, composto por um conjunto de regras relativas à criação e à circulação do dinheiro em âmbito nacional e internacional. Os princípios básicos que regiam seu funcionamento em nível nacional correspondiam à emissão do dinheiro lastreada no ouro e o reconhecimento da livre conversão das notas ao ouro. Em nível internacional, prevaleciam princípios de pagamento das transações por intermédio do ouro, o qual podia ser livremente importado e exportado; as relações de câmbio entre moedas nacionais seriam efetuadas na proporção do seu conteúdo de ouro, enquanto tal conteúdo não se modificasse, ou seja, até que não se produzisse uma desvalorização, o tipo de câmbio tendia a ser fixo. “Não é demais lembrar que, pelo regime padrão-ouro, a política monetária é totalmente passiva, uma vez que a expansão e contração da oferta monetária doméstica e, por conseguinte, as volatilidades das taxas de juros dependem dos ingressos e saída de reservas internacionais, ouro, respectivamente” (FERRARI FILHO, 2006a, p. 233-234).

transferir riqueza da comunidade para a classe rentista e aos detentores de títulos, já que “se trata de uma transferência de todos os mutuários, ou seja, de comerciantes, produtores e agricultores, para os credores, do ativo para o inativo” (KEYNES, 1971a, p. 118). Por sua vez, a inflação provoca transferências em sentido contrário, para os produtores. Porém, uma inflação persistente, resulta em tamanha desorganização econômica, que acaba por desanimar o empresário e estagnar a economia, como analisado anteriormente.

Em relação aos demais pontos – estabilidade de preços e estabilidade do câmbio e a questão do padrão-ouro – o autor aponta que a taxa de câmbio de um país depende da relação entre o nível de preços interno e o nível de preços externo, sendo que a estabilidade do câmbio requer que estes níveis também sejam estáveis. Todavia, o equilíbrio do nível de preços internos pode ser incompatível com a estabilidade das trocas externas, de modo que a garantia de preços internos estáveis é preferível, já que variações em seu nível podem provocar instabilidade em toda a economia. Assim, o autor demonstra sua descrença em relação à restauração ao padrão-ouro, já que quando há choques violentos dos níveis de preços interno e externo, o método pré-guerra não consegue restaurar de imediato o nível interno de preços.

Neste cenário, o que faz alterar o nível de preços? Keynes (1971a) pontua que os preços variam em relação à quantidade de moeda em circulação, ao montante de recursos mantidos como reservas pelas instituições bancárias e por conta de alterações nos hábitos do público. A primeira das condicionantes dos preços, expressas por  $N$  e  $r$ , é controlada pela AM, enquanto que  $K$  e  $k'$  não são diretamente controláveis, e dependem dos hábitos e humor do público. Por consequência, vê-se que a política monetária atua sobre a quantidade de moeda em circulação e sobre a quantidade que os bancos mantêm como reserva monetária. Logo:

A estabilização do nível de preços, não só em longos períodos, mas também para evitar flutuações cíclicas, consiste, em parte, no exercício de uma influência estabilizadora sobre  $k$  e  $k'$ , e, na medida em que isto se mostrar impraticável, deve-se deliberadamente variar  $n$  e  $r$ , de modo a contrabalancear o movimento de  $k$  e  $k'$ . (...) Nossa análise sugere que o primeiro dever das autoridades bancárias centrais é ter certeza de que têm  $n$  e  $r$  completamente sob controle. (...) Mais uma vez, sem um sistema bancário central,  $r$  não ficará sob controle adequado, porque ele vai ser determinado pelas decisões não coordenadas de vários bancos diferentes. (...) O segundo dever das autoridades é (...) o uso de seu controle sobre  $n$  e  $r$  para contrabalançar mudanças em  $k$  e  $k'$  (KEYNES, 1971a, p. 68-69, grifo do autor).

Deste modo vê-se que a estabilidade monetária deve ser guiada por uma política monetária que levasse em conta os comportamentos dos agentes econômicos em termos da

demanda por moeda, já que sua orientação no curto prazo é capaz de influenciar o nível de preços. Nesse particular, no último capítulo do *Tract*, é apresentado um método para regular a oferta de moeda e crédito, com vistas a manter a estabilidade dos preços internos e, outro método para regular a oferta de moeda externa, de modo a evitar flutuações temporárias da taxa de câmbio.

O autor parte da análise do sistema econômico em voga na Grã-Bretanha no período pós-guerra, em que o nível de preços interno é determinado principalmente pelo montante de crédito criado pelos bancos e, a quantidade de dinheiro, seja em forma bancária seja em forma de notas, relaciona-se com o montante de crédito criado, não deixando de ressaltar que os hábitos do público são importantes nessa determinação. Tal montante é medido pelo volume dos depósitos bancários, sendo que a proporção entre estes últimos e a moeda em poder do público e no poder da AM – no caso, o Banco da Inglaterra – oscila dentro de limites ditados pelas regras que os bancos utilizam no seu funcionamento. A fim de ilustrar a capacidade de multiplicação monetária por parte dos bancos, ou seja, o poder destas instituições em criar moeda, Keynes (1971a) salienta que os depósitos bancários costumam ser nove vezes superiores ao valor que os bancos têm em dinheiro.

Assim, o volume de dinheiro se altera por meio de quatro formas, quais sejam a demanda pelo público por mais notas em circulação, a demanda do Tesouro, através da AM aumentando ou diminuindo seus ativos e, por intermédio da proporção de reserva de segunda linha dos bancos em forma de títulos do Tesouro. É salientado que para o entendimento do controle das variações do nível de preços é preciso analisar o comportamento da AM e a reserva de segunda linha dos bancos, já que o efeito dos dois primeiros itens se reflete nestes.

A demanda do público por moeda depende do volume do comércio e do próprio nível de preços, sendo que suas flutuações não afetam diretamente os recursos em caixa dos bancos, já que se mais moeda é requerida pelo público, mais moeda é emitida. Isto porque o Tesouro “empresta um montante adicional correspondente à *currency note account*, contrabalanceando com o balancete do Banco da Inglaterra (...) ou se retira uma quantidade equivalente de títulos do Tesouro, o que diminui a reserva de segunda linha dos outros bancos” (KEYNES, 1971a, p. 143, grifo nosso). Assim, percebe-se que mudanças na demanda do público por moeda operam sobre os recursos dos bancos através de suas reservas em formas de títulos do Tesouro e através do comportamento do balancete da AM.

Em relação à demanda do Tesouro, a quantidade que ele toma emprestado reflete-se na mudança correspondente e em sentido oposto das fontes e usos relativos à conta dos títulos, passando assim, como no primeiro caso, pela reserva dos bancos em forma de títulos e pelo

balancete da AM. Logo, como “principais fatores determinantes do nível de preços” (KEYNES, 1971a, p. 144) têm-se a composição dos ativos da AM e a reserva dos bancos em forma de títulos do Tesouro, sendo estes os fatores que merecem atenção ao serem analisados.

Os ativos da AM consistem nas fontes e usos referentes aos títulos do Tesouro, nos investimentos, nos adiantamentos a clientes, letras de câmbio e, no ouro. Qualquer variação destes ativos tende, por exemplo, a aumentar o caixa dos bancos e, desse modo, criar moeda por meio do crédito, o que pode impactar o nível de preços. Por fim, a participação dos bancos nos títulos do Tesouro, depende do excesso das despesas do Tesouro e, sobre o qual ele se resguarda através “(i) do público por meio de impostos e empréstimos, (ii) do Banco da Inglaterra, pelas fontes e usos, e (iii) por meio dos empréstimos da *currency note account*” (KEYNES, 1971a, p. 144, grifo nosso).

Neste sentido, as ações que regem a criação de crédito se circundam nas políticas da AM e do Tesouro. O objetivo central da AM consiste, assim, em manter estável o nível de preços, utilizando para isso uma política monetária ativa, através das operações de mercado aberto (*open-market*) e das políticas de redesconto, para além da determinação dos níveis de reserva<sup>4</sup>. Isto, porque, “se esperarmos até que um movimento do nível de preços se efetive antes de aplicar medidas corretivas, pode ser tarde demais” (KEYNES, 1971a, p. 148).

Vale ressaltar que, como objetivo secundário, a AM deve assegurar a estabilidade das trocas – taxa de câmbio. Porém, caso haja incompatibilidade na manutenção do equilíbrio entre o nível de preços interno e o nível de preços externo, a AM deve ter como objetivo central a manutenção do valor da moeda interna. Assim, nas palavras do autor:

Chegamos a um estágio na evolução do dinheiro que uma moeda ‘administrada’ é inevitável, mas que ainda não se pode confiar a gestão a uma única autoridade. O melhor que podemos fazer, portanto, é ter duas moedas gerenciadas, libras esterlinas e dólares, com a colaboração entre os objetivos e métodos de suas administrações (KEYNES, 1971a, p. 159, grifo do autor).

Para além, o autor afirma que os movimentos dos preços representam o dado mais importante no tocante à política de estabilidade do valor da moeda, mas, o estado do emprego, o volume de produção, a demanda por crédito, a taxa de juros sobre os investimentos, o volume de novas emissões, o fluxo de moeda em circulação, além das estatísticas do volume do comércio exterior, representam quesitos que também devem ser levados em consideração.

---

<sup>4</sup>Ressalta-se que no *Tract* a ênfase dada às reservas corresponde às reservas internacionais, em ouro, devido, sobretudo, ao padrão monetário vigente.

Assim, através da análise do *Tract* é possível perceber que Keynes (1971a) inicia seus questionamentos acerca da validade da TQM, e, considera que pelo menos no curto prazo ela não é válida. Muito embora ele ressalte, no início de seus apontamentos, que a principal função da moeda, embora não seja esta a única, esteja em permitir que as trocas sejam realizadas, o autor argumenta que a partir do momento em que se consideram os hábitos e o comportamento do público - representados pelo conjunto de bens de consumo demandados, pela reserva dos bancos e pelos depósitos bancários mantidos pelo público - a moeda deixa de ter um fluxo constante, de modo que alterações no sistema podem ocorrer. Embora Keynes não confira no *Tract*, como ele fará na *TG*, a ênfase dada à moeda como um ativo capaz de alterar criticamente o sistema econômico, ele já a insere como relevante na explicação dos ciclos percebidos no funcionamento da economia, no caso específico do *Tract*, nos níveis de preços.

A implicação disto é que mudanças no nível de preços podem alterar os níveis de **K**, **r** e **k'**, e, de maneira análoga, estas variáveis podem alterar o nível de preços, de maneira a não se garantir que tais variações se transfiram de maneira proporcional à quantidade de moeda em circulação. Logo, o nível de preços varia em relação à quantidade de moeda em circulação, ao montante de recursos mantidos como reservas pelas instituições bancárias, além das alterações nos hábitos do público, sendo que a AM consegue controlar diretamente apenas as duas primeiras condicionantes. Assim, tendo como objetivo a estabilidade dos preços, a AM deve seguir uma política ativa que influencie tais variáveis, o que pode se dar através da taxa de redesconto – também chamada de taxa bancária – e das operações de mercado aberto, o que é mais exaustivamente desenvolvido por Keynes no *TM*.

## 1.2 “A TREATISE ON MONEY”

O *TM* pode ser considerado um passo intermediário na consolidação de uma teoria monetária da produção, que se esboça completamente na *TG*. Tal obra é dividida em dois volumes em que Keynes analisa o papel da moeda e a dinâmica dos sistemas monetários nacional e internacional, além da questão da regulação monetária.

No primeiro volume o autor “analisa os problemas monetários em um contexto no qual a economia move-se de uma situação de equilíbrio para outra” (FERRARI FILHO, 1997, p. 50), sendo que ele substitui a TQM por uma teoria em que passava a observar o ciclo de produto e renda nominal da sociedade, em dupla divisão – a parte destinada à produção de bens de consumo e bens de investimento, e, a parte destinada ao dispêndio em bens de

consumo e à poupança. Para tanto, Keynes (1971b) desenvolveu aquilo que chamou equações fundamentais. A primeira delas, que explica como o preço de um produto específico varia, é expressa pela renda nominal total ( $E$ ), a produção total ( $O$ ), o custo de um novo investimento ( $I'$ ), a poupança ( $S$ ), o volume de bens de consumo ( $R$ ), o nível de preços ( $P$ ), o custo da produção de bens de consumo ( $E - I'$ ) e o incremento no volume de bens de investimento ( $C$ ). Por tais definições tem-se que a produção total corresponde ao volume de bens de consumo e ao volume de bens de investimento, expresso por  $O = R + C$ . Por sua vez, o produto de  $P \cdot R$  representa as despesas correntes em bens de consumo. Neste sentido, as despesas correntes em bens de consumo correspondem à renda nominal total subtraída da poupança, ou seja,  $P \cdot R = E - S = \frac{E}{O} \cdot (R + C) - S = \frac{E}{O} \cdot R + I' - S$ , de modo que, ao se reorganizar a expressão, tem-se a primeira equação fundamental, representada por  $P = \frac{E}{O} + \frac{I' - S}{R}$ .

Entretanto, para se verificarem as influências das variações dos preços é preciso relacioná-las com o poder de comando sobre o trabalho, que corresponde à divisão de uma unidade monetária pelo rendimento médio ( $w$ ), de modo que  $N = \frac{1}{w}$ , em que  $N$  corresponde ao número de trabalhadores. Para além,  $W_1$  corresponde ao rendimento por unidade de produto, ou seja, a taxa de ganhos de eficiência e,  $e$  o coeficiente de eficiência, sendo que  $W = e \cdot W_1$ . Assim, pode-se reescrever a primeira equação fundamental como  $P = W_1 + \frac{I' - S}{R}$ , que é o mesmo que dizer que  $P = \frac{1}{e} \cdot W + \frac{I' - S}{R}$ , em que o nível de preços depende da relação entre o rendimento médio e a produtividade, assim como da igualdade entre poupança e investimento. Assim, “segue-se que a estabilidade do poder de compra da moeda envolve duas condições - que os ganhos de eficiência devem ser constantes e que o custo do novo investimento deve ser igual ao volume de poupança” (KEYNES, 1971b, p. 122-123).

Esta equação se choca imediatamente com a ideia de proporcionalidade entre volume de meio circulante e preços da TQM, porque em condições normais em que  $I' = S$ , o nível de preços é determinado pelos custos unitários de produção e não pela oferta de moeda, como prega tal teoria. Ademais, o autor aponta a possibilidade de que tal igualdade não se verifique, já que parte da renda gerada pode não ser gasta no consumo da produção corrente<sup>5</sup>. Ou seja, “o nível de preços, (...) é contrariado pelo fato de que a divisão da produção entre bens de consumo e bens de investimento não é necessariamente a mesma divisão entre poupança e gastos em bens de consumo” (KEYNES, 1971b, p. 123).

---

<sup>5</sup>Neste ponto destaca-se, além da negação à TQM, a não validade da Lei de Say, já que a renda gerada na produção pode não ser totalmente gasta na compra de produtos, o que indica a possibilidade de entesouramento.



Assim, o nível de preços dos bens de consumo é inteiramente independente do nível de preços dos bens de investimento, sendo que, ao considerar este último como dado, pode-se chegar a uma equação referente ao nível de preços como um todo. Para isso, considera-se que  $P'$  corresponde aos preços dos novos bens de investimento,  $\Pi$  o preço do produto total e  $I$  ao valor do novo investimento, sendo que  $I = P' \cdot C$ . Isto posto, tem-se que  $\Pi = \frac{P \cdot R + P' \cdot C}{O} = \frac{(E - S) + I}{O} = \frac{E}{O} + \frac{I \cdot S}{O}$ , que representa a segunda equação fundamental, também expressa por  $\Pi = \frac{1}{e} \cdot W + \frac{I \cdot S}{O}$ .

De maneira análoga à primeira equação fundamental, a estabilidade do nível de preços depende da relação entre os rendimentos médios e a produtividade do trabalho e do valor de mercado do novo investimento não ser maior que o volume de poupança. A explicação acerca do comportamento destas variáveis tem como eixo a taxa de juros e sua determinação no mercado monetário. Keynes (1971b) aponta haver uma taxa natural de juros<sup>6</sup>, capaz de igualar poupança e investimento, e uma taxa de juros de mercado, composta por dois tipos de taxas – *bank rate* (empréstimos de curto prazo) e *bond rate* (empréstimos de longo prazo). O comportamento da taxa de juros de mercado *vis-à-vis* a taxa de juros natural influencia as variações do nível de investimento e de poupança, podendo, assim, repercutir no nível de preços.

Como apontado pelas equações fundamentais, os lucros dos empresários em termos do excesso de receita sobre seus custos correspondem à diferença entre investimento e poupança, fornecendo assim, uma ligação entre a taxa de juros e o nível de preços, no sentido de que se há, por exemplo, redução das receitas esperadas em relação aos custos, os empresários podem poupar parte de seus recursos, o que pode repercutir no nível de preços e, em detrimento da diferença entre poupança e investimento, na taxa de juros (SAWYER, 2006). O que se está em pauta é que existe uma defasagem temporal entre a decisão de investir e a efetivação do investimento, o que, numa situação de frustração das expectativas, impede que os empresários recuem de suas decisões, devido aos contratos já firmados, assim como numa situação de perspectiva de maiores lucros, em que decorre certo período de tempo entre esta percepção e o aumento da oferta por parte dos empresários.

---

<sup>6</sup>Destaca-se que Keynes (1971b) toma a taxa de juros natural como concebida por Wicksell, correspondente àquela capaz de equilibrar *ex-ante* os níveis de poupança e investimento. Desta forma, se há igualdade entre a taxa natural de juros e a taxa de juros de mercado – cobrada por bancos na oferta de crédito - há estabilidade do nível de preços.

Vale ressaltar que a existência de lucros inesperados não constitui para Keynes (1971b) parte da poupança da sociedade, sendo esta definida com base no nível renda. Para além, o valor do investimento refere-se ao aumento da riqueza da sociedade, de modo que ela se amplia de acordo com os montantes de lucro e poupança. Logo, “é o dispêndio, particularmente em bens de capital, que determina o nível de renda. Caso o investimento seja superior à poupança surge uma parcela de lucros” (TORRES FILHO, 1991, p. 30).

Assim, caso o empresário consuma parte de seu lucro, há como resultado transferência, através do aumento dos preços, de parcela de seu lucro para os empresários produtores de bens de consumo, enquanto que, se ele decide aumentar sua poupança, há prejuízos para os empresários do ramo de bens de consumo. Ou seja:

Se todos os que ganham dinheiro gastassem apenas uma proporção de suas rendas igual à cota de bens de consumo na produção total, tudo estaria bem e o sistema permaneceria em equilíbrio. Se, porém, a proporção da renda gasta em bens de consumo diferísse da sua cota na produção total, os produtores desses bens, argumentava Keynes, experimentariam aumentos ou decréscimos inesperados de lucro desde o nível em que se sentiriam felizes de continuar com o estado de coisas existente. Tais mudanças inesperadas no lucro resultariam em mudanças no investimento em negócios à proporção que os homens de negócios alterassem a composição do conjunto da produção em resposta aos sinais de mercado. O resultado seriam mudanças na produção e no emprego a curto prazo, mudando os preços logo depois (MOGGRIDGE, 1976, p. 62-63).

A percepção de lucros inesperados por parte dos empresários afeta as decisões de produção e de investimento, sendo que, para tanto, os empresários necessitam de recursos disponíveis, o que liga diretamente tal análise ao comportamento da taxa de juros natural frente à taxa de juros de mercado (TORRES FILHO, 1991). A explicação está no fato de que se a taxa de mercado for superior à natural, a poupança é estimulada enquanto o investimento é deprimido, “de tal sorte que o desequilíbrio resultante provocará uma redução no nível de preços e vice-versa” (AMITRANO, 2005, p. 11).

Portanto, o comportamento da taxa de juros de mercado tem relação com as decisões dos agentes econômicos, já que, como ressaltado por Keynes (1971b), se a escolha do agente é por consumo, este se efetiva através da compra de bens de consumo, mas, caso a escolha seja não gastar, há a possibilidade de manter moeda líquida ou outras formas de ativos. Esta última decisão leva em consideração o preço dos títulos de dívida e de depósitos bancários e *securities*, sendo que “o comportamento dos juros bancários, assim como dos preços dos

títulos<sup>7</sup> são determinados pelo padrão de expectativas que prevalece no mercado<sup>8</sup>” (AMITRANO, 2005, p. 11).

Contudo, como se determina a taxa de juros? Para tanto, Keynes (1971b) apresenta um modelo que relaciona os lados real e financeiro da economia, representados pelas chamadas circulação industrial e financeira<sup>9</sup>. A circulação industrial corresponde à esfera responsável pela dinamização da produção corrente, contemplando as transações de bens e serviços na economia, em que se observam movimentações tanto de bens de capital quanto de bens de consumo. O volume de produtos e serviços, o nível de preços e a velocidade de circulação da moeda determinam a quantidade de moeda requerida nas transações desta esfera.

Por sua vez, a circulação financeira se refere às operações com ativos financeiros, envolvendo a troca de títulos já existentes, compras de ações, transmissão de poupança corrente, dentre outras. Na esfera financeira a moeda transforma-se em um ativo, como outro qualquer, com a especificidade de ter custo de manutenção nulo e liquidez plena. Assim, a moeda é o único ativo capaz de funcionar como uma ponte que liga as esferas da circulação industrial e financeira, no sentido de que “o mesmo objeto, a moeda, quando vai à ilha da circulação industrial assume um papel de meio de troca; quando volta à ilha da circulação financeira, transforma-se num ativo – como qualquer outro produto circulante nesse *locus*” (CARVALHO *et al.*, 2007, p. 93).

Tendo em vista tal cenário, Keynes (1971b) apreende que os desequilíbrios no sistema ocorrem quando o público se predispõe (ou não) a manter moeda em encaixes reais. As negociações referentes à moeda ocorrem na circulação financeira, entre os denominados agentes ‘ursos’ e ‘touros’. Os agentes cautelosos (ursos) se referem àqueles que preferem manter moeda ao invés de títulos e, assim evitam a perda de seu capital, esperando um aumento da taxa de juros. Já os agentes agressivos (touros) preferem a manutenção de títulos em mãos, com o intuito de extrair ganhos de capital. Ou seja:

Confrontados com a perspectiva de perdas de capital sobre os ativos financeiros se as taxas de juros subirem no horizonte de decisão, os detentores de riqueza podem preferir reter moeda. Por outro lado, aqueles que esperam uma queda nas taxas de juros comprariam títulos agora, mesmo se tivessem que se endividar para fazê-lo. (...) Keynes chamou o primeiro grupo de **ursos** e o segundo de **touros**. (...) Em equilíbrio, as taxas de juros estabelecer-se-iam ao nível em que tanto ursos e touros

<sup>7</sup>Keynes (1971b) considera em sua análise títulos pré-fixados, de modo que os descontos sobre os preços de face dos títulos são os juros. Neste sentido, se o preço dos títulos cai, sua taxa de juros sobe, ao passo que se o preço dos títulos se eleva significa que sua taxa de juros caiu.

<sup>8</sup>O papel das expectativas nas decisões dos agentes econômicos é destacado e mais bem detalhado na *TG*.

<sup>9</sup>Segundo Carvalho *et al.* (2007) no enfoque dado na *TG*, a circulação industrial dá lugar à demanda transacional por moeda enquanto que a circulação financeira equivale às demandas precaucionária e especulativa.

estivessem satisfeitos com suas operações financeiras (CARVALHO, 1996, p. 50, grifo do autor).

É a diferença quanto às expectativas futuras sobre o comportamento da taxa de juros que influencia o volume de recursos transacionados pelos dois tipos de agentes na circulação financeira, ao passo que os recursos da circulação industrial dependem desta negociação. Neste sentido, a taxa de juros, que é definida na circulação financeira através das negociações entre os agentes cautelosos (ursos) e agressivos (touros), afeta a disponibilidade de recursos para o lado real da economia – circulação industrial. Nota-se que a validade da TQM também é contrariada por esta abordagem, já que a moeda, ao inserir-se na circulação financeira como um ativo, concorre com os demais e funciona como uma alternativa em relação à retenção deles. Além disso, a velocidade de circulação da moeda não se mostra estável, já que a expectativa em relação ao comportamento da taxa de juros influencia a decisão dos agentes quanto à maior ou menor retenção de moeda em dado período do tempo.

Dessa forma, não há uma relação proporcional entre a oferta de moeda e o nível de preços, pois as mudanças na circulação financeira causam variações no valor da moeda de modo que, pode haver uma situação na qual haja mais recursos na circulação financeira, em função da atratividade das operações realizadas nessa esfera, em detrimento da circulação industrial, sem que houvesse mudanças na oferta de moeda. Daí a conclusão de Keynes (1971b) de que são as flutuações no lado financeiro da economia que desequilibram o sistema.

A partir desta lógica, a AM deve agir sobre esta esfera, de modo a influenciar o comportamento dos agentes, sendo que “a administração da política monetária por parte do Banco Central, (...) constitui-se no mecanismo keynesiano para dinamizar os níveis de produto e emprego e estabilizar o nível de preços” (FERRARI FILHO, 1997, p. 51). Ou seja, o objetivo da política monetária deve ser o de procurar equilibrar a taxa natural de juros e taxa de juros de mercado, de modo a igualar poupança e investimento.

No segundo volume do *TM* Keynes (1971c) aborda os aspectos institucionais ligados ao sistema monetário, enfatizando a condução da política monetária. O autor aponta que a estabilidade sobre o nível de preços deve ser buscada a partir do controle sobre a taxa de investimentos - que leva à igualdade entre poupança e investimento – através da AM. Porém, tal igualdade depende da relação entre a taxa natural de juros e a taxa de juros de mercado. Deste modo, a AM deve buscar influenciar o comportamento desta última, definida na esfera da circulação financeira da economia.

Dado que a AM é a única capaz de emitir moeda, o dinheiro em circulação somado à quantidade de reservas monetárias que os bancos mantêm junto à AM correspondem ao total

de ativos que esta possui, subtraído do total de seu próprio capital, das reservas internacionais e dos depósitos do Governo e de outros membros que não os bancos. Assim, a AM, através do controle sobre suas operações, aumentando ou diminuindo seus ativos, o que implica necessariamente aumento ou diminuição de seu passivo, consegue controlar a quantidade de moeda em circulação e o montante ofertado pelas instituições bancárias, assim como observado no *Tract*. A explicação se dá pelo fato de que, se a AM apresenta saldo positivo em seu balancete, tem-se que os bancos realizaram pagamentos a ela, reduzindo assim o saldo de suas reservas e, em consequência, a oferta de liquidez ao público, ao passo que, caso a posição da AM seja deficitária, há pagamentos dela aos bancos, o que provoca elevação das reservas bancárias e, em consequência, aumenta a oferta monetária (RIBEIRO, 2004). Assim:

O poder de um Banco Central, para administrar o dinheiro representativo de tal forma a seguir uma norma objetiva, depende principalmente de sua capacidade para determinar, por meio de uma política deliberada, o valor total de seus próprios ativos; e, a primeira coisa, portanto, consiste em examinar as causas que determinam o volume desses ativos (KEYNES, 1971c, p. 201-202).

Neste sentido, Keynes (1971c) aponta que os ativos da AM correspondem ao montante de ouro, investimentos e adiantamentos que ela detém em seu balancete. Em relação ao ouro, compreende-se aquele montante de recursos não criados diretamente pela AM, mas que é convertido em moeda legal em virtude de lei. Por investimentos entende-se ser qualquer ativo, que não o ouro, que a AM compra ou vende por sua própria iniciativa, por exemplo, os títulos públicos. Já os adiantamentos correspondem a quaisquer ativos, exceto o ouro, que a AM tenha comprado ou vendido em virtude de uma lei ou costume, com o objetivo de transacionar outros ativos que possuem condições especificadas. Estes adiantamentos podem ser entendidos como as transações entre a AM e os bancos no tocante aos títulos de segunda linha que estes detêm e que são objeto de operacionalização da taxa de redesconto.

O montante dos investimentos da AM está sob seu total controle, uma vez que correspondem a operações de compra e venda por iniciativa própria, sendo que as ações voltadas à variação desta rubrica correspondem às operações de mercado aberto. Em relação aos adiantamentos, tem-se que a AM também tem controle sobre estas operações, sobretudo através da taxa de redesconto, que é a taxa cobrada pela AM pelos empréstimos concedidos aos bancos. Por fim, em relação ao ouro, apesar de a sua quantidade depender das transações com os demais países, Keynes (1971c) aponta que seu montante é parcialmente controlável pela AM, através também da taxa de redesconto. O autor aponta ainda que, apesar de haver vários métodos de ação por parte da AM, ao realizar política monetária, na prática, os mais

utilizados são as operações de mercado aberto e a taxa de redesconto, devido à eficácia destes instrumentos, tendo em vista a experiência tanto da Inglaterra quanto dos Estados Unidos à época, enquanto que as reservas compulsórias, denominadas pelo autor como ‘regulação dos bancos’, eram um tanto indefinidas e pouco usuais, apesar do destaque à sua importância no sentido de auxiliarem na estabilidade dos preços.

No que toca a taxa de redesconto, mudanças em seu patamar influenciam principalmente a taxa de juros de curto prazo e, desta forma, afetam indiretamente o volume de crédito a ser ofertado. Ademais, como previamente denotado, a taxa de redesconto é a arma mais adequada quando o objetivo da AM consiste em preservar o equilíbrio com o setor externo<sup>10</sup>, isto, pois, a AM pode, através da taxa de redesconto, alterar a taxa de juros de curto prazo da economia, que exerce papel fundamental na atratividade de recursos em âmbito internacional, já que os investidores comparam as taxas de juros entre diferentes países<sup>11</sup>.

Já as operações de mercado aberto, que são a compra e venda de títulos públicos por parte da AM no mercado monetário, produzem efeito direto sobre a reserva dos bancos e, em consequência, no volume de depósitos e de crédito a ser ofertado. O *open-market*, para Keynes (1971c), era capaz de influenciar toda a estrutura a termo da taxa de juros, por meio das transações da AM com títulos de prazo mais longo.

Portanto, o que deve ser levado em conta é que o uso de tais instrumentos deve ser coordenado para atingir o objetivo principal da AM, qual seja influenciar a taxa de investimento da economia de modo a manter estável o nível de preços. Para tanto, o principal a ser extraído do uso destes instrumentos de política monetária é que a AM deve manejar tais taxas, modificando-as, para, assim, alterar os juros de mercado.

Neste sentido, como influenciar a taxa de investimento? Como analisado anteriormente, o nível de preços depende da renda monetária relativamente à eficiência

<sup>10</sup>Além da preocupação com o papel da AM em nível nacional, no *TM* há a proposta de uma reforma monetário-financeira internacional, com a criação de um BC mundial, denominado *Supernational Bank-Money*. O banco atuaria no controle do volume de liquidez e de crédito internacionais; na administração e estabilização do valor das reservas internacionais; na realização de políticas de mercado aberto; para assegurar a rigidez relativa das taxas de câmbio, além de zelar pela estabilidade do valor da moeda e liquidez internacional (FERRARI FILHO, 2006b). Ressalta-se que no final dos anos 1930, Keynes escreveu *Proposals for an International Clearing Union*, em que há também a sugestão de se arquitetar uma ordem econômica mundial articulada em torno de um BC internacional, o *Clearing Union*, capaz de emitir a moeda de conversibilidade internacional, o *bancor*.

<sup>11</sup>Vale ressaltar que há uma hierarquia das moedas no Sistema Financeiro e Monetário Internacional, em que moedas que desempenham suas três funções em âmbito internacional representam a moeda chave do sistema; moedas que são capazes de desempenhar estas funções, mas que são demandadas de maneira secundária como denominação de contratos e reserva de valor representam as conversíveis; enquanto as que não conseguem exercer tais funções são as denominadas não-conversíveis. A dimensão imediata desta hierarquia se dá na formação das taxas de juros, em que a moeda chave apresenta a menor taxa, devido ao menor risco oferecido ao investidor, ao passo, que ao sair de moedas conversíveis para não conversíveis, acrescenta-se um montante referente ao risco país (CARNEIRO, 1999).

produtiva ou do volume de investimento relativamente ao de poupança, sendo que o comportamento destas últimas duas variáveis depende do sentimento do capitalista concernente ao fornecimento de depósitos de poupança disponíveis no sistema bancário, que são determinados na esfera da circulação financeira da economia. Destes fatores a AM pode controlar a oferta de depósitos de poupança, influenciando a disponibilidade de crédito e, assim exercendo influência sobre o nível de investimento, de modo que os efeitos indiretos sobre o volume deste último determinam o nível de oferta agregada. Porém, não há garantia de que a AM consiga produzir algum destes efeitos de modo instantâneo, além de que há fatores não monetários que podem gerar efeitos que não os desejados, tal que a AM se depara com limitações para controlar o nível de preços. Assim, “mesmo que o sistema bancário seja forte o suficiente para preservar a estabilidade do nível de preços, não se segue que ele é forte o suficiente tanto para alterar o nível de preços quanto para estabelecer o equilíbrio em um novo nível sem longos atrasos e atritos” (KEYNES, 1971c, p. 315).

Tais limitações podem se relacionar ao fato de a influência direta da AM se dar sobre a taxa de juros de curto prazo, sendo que é a de longo prazo a relevante para o investimento. Entretanto, há uma relação entre ambas: “a taxa de juros de longo prazo de mercado pode ser induzida, em certa medida, na direção desejada, pelo movimento da taxa de juros de curto prazo” (KEYNES, 1971c, p. 325). Neste sentido, é muito provável que a AM tenha a capacidade de determinar a taxa de juros de curto prazo como a efetiva de mercado, capaz de influenciar os juros dos fundos disponíveis para empréstimo na circulação financeira.

Porém, o autor se mostra reticente quanto às variações no volume de investimento decorrentes de alterações na taxa de juros de curto prazo por si mesmo. Assim, o volume de investimento pode ser influenciado devido às expectativas de mudanças no nível de preços que as variações na taxa de juros de curto prazo podem ocasionar. Logo, mudanças na taxa de redesconto por si só não desempenham efeito direto sobre o volume de investimento, já que “elas geralmente representam uma resposta tardia às mudanças no nível de preços que foram provocadas por um volume desequilibrado de investimento em capital fixo” (KEYNES, 1971c, p. 326).

Ainda tratando da taxa de redesconto, o autor acrescenta que há, normalmente, uma parcela de agentes não contemplados pelo sistema bancário no tocante à concessão de crédito, além de variações no padrão de exigibilidade dos mutuários, que se traduzem em taxas de juros diferentes. Isto permite aos bancos influenciar a taxa de investimento através de meras alterações na taxa de juros de curto prazo. Logo, a AM não fixa a taxa de redesconto e deixa que a quantidade de moeda bancária encontre seu nível, nem fixa a quantidade de moeda a ser

criada pelos bancos de modo que a taxa de redesconto encontre seu nível. Com efeito, a AM tenta corrigir estes parâmetros, através da cooperação entre ela e os bancos de modo a perseguirem a manutenção da taxa de redesconto e da quantidade de moeda a ser criada, sendo que “suas armas para proteger este tipo de cooperação são terror, acordo e convenção” (KEYNES, 1971c, p. 328).

Se a taxa de redesconto for aplicada na medida e tempo corretos, é provável que a AM não precise se utilizar de medidas extraordinárias, capazes de influenciar a taxa de investimento. Entretanto, caso seja necessário, estas medidas contemplam as operações de mercado aberto. “O Banco Central deve realizar suas operações de mercado aberto, a ponto de satisfazer o desejo do público em manter depósitos de poupança, no caso de saturação, ou de esgotar o fornecimento de tais depósitos, no caso contrário” (KEYNES, 1971c, p. 332). Como exemplo, no caso de uma queda na concessão de crédito por parte do sistema bancário, a AM deve agir comprando títulos públicos até que a taxa de juros de longo prazo caia em seu nível limite. Assim, se a AM fornece aos bancos mais recursos para que possam ofertar como crédito no curto prazo, o primeiro efeito sentido se dá na redução da taxa de juros de curto prazo. Logo, vê-se o aumento do preço dos títulos e o estímulo ao investimento produtivo, uma vez que o empréstimo se torna mais barato e os recursos oriundos da circulação financeira passam a ter preços maiores.

Porém, as políticas de mercado aberto encontram limitações referentes à suficiência de recursos por parte da AM para realizar as compras e vendas de títulos, à queda da taxa de juros natural a um nível muito baixo, além das complicações internacionais no tocante às operações da AM estarem relacionadas ao contexto externo ao que o país está inserido. Nas ocasiões em que a AM não dispõe de recursos necessários para fazer cumprir sua política de mercado aberto, ou que a taxa de juros natural esteja em um nível tão baixo que leva à discrepância entre as opiniões de credores e devedores no mercado, têm-se que a AM encontra obstáculos para controlar a taxa de investimento e, assim, o nível de preços.

Entretanto, tais situações são consideradas extremas, “não susceptíveis de surgir, exceto como resultado de algum erro anterior, que impediu que a tendência de queda tivesse sido sanada em um estágio anterior” (KEYNES, 1971c, p. 335). Deste modo, a taxa de redesconto e as políticas de mercado aberto são considerados instrumentos ativos para a realização de política monetária por parte da AM quando o objetivo é a estabilidade do nível de preços.

Ademais, através da análise do *TM* viu-se que Keynes (1971b; 1971c) acreditava na ideia de que as taxas de juros poderiam se ajustar de forma a garantir que a igualdade entre



poupança e investimento, a um nível de renda correspondente ao pleno emprego. “Suas preocupações, tal como expresso nas equações fundamentais, se relacionavam com as consequências inflacionárias/deflacionárias de uma diferença entre a taxa de juros do mercado e a taxa natural de juros” (SAWYER, 2006, p. 109).

Já na *TG*, o autor considera que a igualdade entre poupança e investimento pode se dar a um nível abaixo do pleno emprego. Além disso, em continuidade com a abordagem feita no *TM*, busca-se entender a determinação da taxa de juros, através do conceito de preferência pela liquidez, da noção da incerteza inerente às decisões dos agentes assim como a ênfase na tomada de decisões baseadas em expectativas.

### 1.3 “*THE GENERAL THEORY OF EMPLOYMENT, INTEREST AND MONEY*”

Em seu prefácio à *TG*, Keynes conceituou o sistema capitalista como uma economia monetária de produção, que é aquela “em que as mudanças de pontos de vista sobre o futuro são capazes de influenciar o volume de emprego e não meramente sua direção” (1985, p. 4). Este conceito representou uma revolução na ciência econômica, já que rompeu significativamente com os postulados da teoria clássica, sendo que a principal representação deste rompimento se dá pela importância conferida pelo autor ao papel da moeda no sistema econômico. Neste sentido, seu objetivo ao desenvolver a *TG* era mostrar a lógica de funcionamento de uma economia monetária, na qual nada há de mercados autorregulados em nível de pleno emprego.

Vale ressaltar que no bojo da *TG* alguns conceitos, nem todos expressos na própria *TG*, e sim em obras anteriores de Keynes, se destacam. Tais conceitos se relacionam, sobretudo, à visão de mundo do autor, em que se consideram a unidade orgânica, a incerteza fundamental a que estão condicionadas as decisões dos agentes, além dos caracteres expectacional e histórico do tempo. A unidade orgânica refere-se ao fato de as decisões do indivíduo repercutirem sobre os demais agentes e com o todo em que ele está inserido. No tocante às decisões no campo econômico, a unidade orgânica relaciona o homem e a sociedade, sendo que “ter-se-á como principal relação orgânica a travada entre uma categoria específica de homem, o empresário, e a sociedade na qual ele atuará em busca da ampliação de sua riqueza monetária” (TERRA, 2011, p. 24). Neste sentido, tem-se que o todo é maior do que o somatório das ações individuais, trazendo consigo algo além do que o indivíduo esperava de sua ação ao praticá-la.

Um dos efeitos imediatos da relação orgânica entre homem e sociedade é a incerteza fundamental, isto é, para uma tomada de decisão, inexistem todos os dados relevantes. Dessa forma, há a impossibilidade de, *a priori*, determinar-se o que ocorrerá no tempo entre a decisão do agente e a obtenção dos resultados (PAULA, 2006), daí a impossibilidade de o futuro ser visto pelos dados presentes. Na falta de um instrumental confiável capaz de prever os resultados das decisões dos agentes, eles recorrem a um método “que é, na verdade, uma convenção. A essência desta convenção (...) reside em supor que a situação existente dos negócios continuará por tempo indefinido, a não ser que tenhamos razões concretas para esperar uma mudança” (KEYNES, 1985, p. 112). Desta forma, as decisões dos agentes são baseadas nas expectativas que eles têm sobre o futuro incerto que esperam.

Das relações postas pela incerteza fundamental é que a análise dos tempos expectacional e histórico se mostra relevante. O primeiro dos tempos decorre de o futuro ser incerto e, assim, os agentes basearem suas ações em torno de expectativas quanto aos resultados que almejam, “é por não saberem como se comportará o todo e as partes em uma unidade orgânica que os agentes *esperam* determinados resultados” (TERRA, 2011, p. 26, grifo do autor). Em paralelo, o tempo histórico relaciona-se à irreversibilidade das ações, no sentido de que as decisões são cruciais, uma vez tomadas, o agente deixa alternativas, antes disponíveis, para trás. Isso significa dizer, no tocante ao sistema econômico em específico, que as decisões hoje tomadas alteram todo o ambiente econômico, principalmente quando relacionadas às decisões que se desdobram no longo prazo. Logo, “o tempo histórico implica uma trajetória histórico-institucional futura diversa do contexto presente, porém composta a partir dele. Ademais, a trajetória futura é irreversível ao presente do qual emana” (TERRA, 2011, p. 26).

Tendo como referência estes conceitos é que se pode compreender a ideia central da *TG*, referente à demanda efetiva, em que a incerteza e a formação de expectativas balizam as decisões de investimento na economia. “A atividade econômica – especificamente sua condição de gerar emprego e renda – fica, assim, a mercê de um futuro aberto e desconhecido” (CAMARGO, 2009, p. 64). Neste contexto, a importância da moeda no sistema econômico toma forma. Devido à incerteza ser iminente na tomada de decisões dos agentes, a moeda consegue unir o passado e o presente, representando uma forma alternativa de acumulação de riqueza e não apenas um facilitador das trocas. “É, portanto, devido ao contexto de elevada incerteza, inerente e inato a uma economia de produção capitalista, que a moeda torna-se componente do sistema que exerce a função de ligar o presente ao futuro e sua posse traz segurança aos agentes” (CAMARGO, 2009, p. 66).

Ao contrário dos autores clássicos, que tomavam como base a TQM, Keynes (1985) considera que a moeda, por ser um ativo que se transporta com baixíssimos custos entre o presente e o futuro, influencia o comportamento da atividade econômica. Dadas as características peculiares que a moeda possui, quais sejam, elasticidade de produção nula, elasticidade de substituição nula, ela serve como unidade de conta da economia, sendo os salários e contratos denominados em moeda. Dessa forma, devido à sua função de unidade de conta, a moeda apresenta estabilidade e liquidez ao longo do tempo, decorrendo daí sua função de reserva de valor. Por possuir a função de reserva de valor, a moeda configura-se, assim, como uma alternativa frente a outros ativos na economia. Dessa forma, “o dinheiro não apenas interfere na produção, mas constitui seu objetivo” (CORAZZA, 2006, p. 62), além do fato de que “reter moeda é reter riqueza em seu formato mais abstrato, é ter direitos sobre a segurança, a plena liquidez e a mobilidade de ativos em um ambiente dominado pela incerteza (...), ou seja, moeda nunca é neutra” (CAMARGO, 2009, p. 70).

Assim, em um mundo no qual o futuro é incerto, os agentes são propensos a reter moeda, pois ela representa segurança e liquidez diante do desconhecido. Ao postergarem suas decisões de gastos, sejam de consumo ou investimento, mantendo em mãos a liquidez da moeda, os agentes preferem um ativo não reprodutível e não gerador de emprego e produto, interferindo diretamente na dinâmica da atividade econômica.

Nesse particular, as razões para demandar moeda são quatro: transação, precaução e especulação, sendo que, após a publicação da *TG*, em resposta à crítica feita por Ohlin, Keynes introduziu o motivo financeiro – *finance* - (CARVALHO *et al.*, 2007). O motivo transação relaciona-se ao intervalo entre recebimentos e despesas de renda, estas correspondentes à necessidade de moeda para a realização de operações correntes, como compras pessoais e giro comercial. O motivo precaução corresponde à retenção de moeda com intuito de atender a acontecimentos inesperados e oportunidades imprevistas, o que ressalta a segurança que a moeda oferece aos seus possuidores num ambiente de incerteza.

O motivo *finance* designa a “demanda por moeda antecipada a alguma despesa discricionária planejada, sendo o gasto deste tipo mais vultoso e menos rotineiro – o investimento em bens de capital” (CARVALHO *et al.*, 2007, p. 53). Tal motivo mostra-se relevante por conta do circuito *finance*-investimento-poupança-*funding*, que, como expresso por Keynes (2010), indica que o investimento se dá em duas etapas. Primeiramente, há a demanda por recursos pelos empresários no período entre a decisão de investir e a realização do investimento (*finance*) e, posteriormente, o investimento em si. O *finance* constitui um fundo rotativo, fornecido pelos bancos durante o período em questão e é utilizado para

estimular a atividade econômica, gerando renda através do multiplicador keynesiano que, em parte, é gasta em consumo, e, em parte retorna ao sistema financeiro, na forma de poupança. Ao final, a poupança resultante do processo inicial de investimento serve para transformar a dívida de curto prazo dos investidores (*finance*) em dívida de longo prazo (*funding*). Por isso, “o *funding* corresponde a esse processo de ‘consolidar’ a dívida de curto prazo, isto é, transformá-la numa relação de longo prazo através da emissão de títulos e ações” (RESENDE, 2007, p. 138, grifo do autor). Assim,

Durante o interregno – e apenas durante este período – entre a data em que o empresário consegue seus recursos e aquela que realmente faz o investimento, há uma demanda adicional por liquidez sem que, por enquanto, qualquer oferta nova de liquidez necessariamente se manifeste. (...) o financiamento necessário durante o interregno entre a intenção de investir e sua concretização é principalmente oferecido pelos especialistas, em particular, pelos bancos, que organizam e administram um fundo rotativo de recursos líquidos. É que *financiamento* constitui, essencialmente, um fundo rotativo. Não emprega poupança. (...) Da mesma forma que um aumento na atividade corrente – como sempre expliquei – deve elevar a taxa de juros, a menos que os bancos ou o resto do público fiquem mais dispostos a liberar dinheiro; assim, também – como acrescento agora – um aumento da atividade planejada deve ter influência semelhante e superposta. (KEYNES, 2010, p. 93-95, grifo do autor).

Por fim, o motivo especulação, que é a demanda por moeda com o “propósito de obter lucros por saber melhor que o mercado o que trará o futuro” (KEYNES, 1985, p. 124), merece destaque especial, pois é sobre ele, em primeira instância, que a política monetária buscará exercer seus efeitos e, portanto, varia de modo contínuo sob o efeito de mudanças na taxa de juros, a ponto de existir “uma curva contínua relacionando as variações na demanda de moeda para satisfazer o motivo especulação com as que ocorrem na taxa de juros, devidas às variações no preço dos títulos e às dívidas de vencimentos diversos” (KEYNES, 1985, p. 140).

Assim, observa-se que o motivo especulação tem como determinante a taxa de juros<sup>12</sup> e é através da teoria da preferência pela liquidez que o autor, por um lado, define-a como o prêmio por abrir-se mão da liquidez da moeda e, por outro lado, explica como ela é formada no mercado monetário, pelo confronto entre a preferência pela liquidez e a oferta de recursos monetários. Desta forma,

---

<sup>12</sup>Vale ressaltar que ao desenvolver a teoria da preferência pela liquidez, Keynes (1985) criticou a tradição clássica, em que a taxa de juros seria o preço equilibrador entre demanda por recursos a investir e propensão de se abster do consumo imediato (teoria dos fundos emprestáveis). Para ele, a taxa de juros equivale à recompensa pela renúncia à liquidez.

A preferência pela liquidez é uma potencialidade ou tendência funcional que fixa a quantidade de moeda que o público reterá quando a taxa de juros for dada; resulta daí que  $r$  é a taxa de juros,  $M$  a quantidade de moeda e  $L$  a função de preferência pela liquidez, teremos  $M = L(r)$ . Isto mostra onde e como a quantidade de moeda entra no esquema econômico (KEYNES, 1985, p. 122).

A teoria da preferência pela liquidez indica que a demanda por moeda aumenta à medida que a taxa de juros se reduz, pois em primeiro lugar, com a redução da taxa de juros, espera-se que a demanda por moeda pelo motivo transação aumente, uma vez que, *coeteris paribus*, a queda dos juros faz subir a renda, elevando o consumo. Ademais, pode-se analisar o aumento da demanda por moeda para o motivo transação devido aos efeitos positivos da redução da taxa de juros sobre o emprego e, conseqüentemente, os salários, o que faz aumentar o valor monetário destes, algo benéfico ao consumo. Em segundo lugar, a partir do motivo especulação, pode-se esperar que a demanda por moeda aumente com a queda da taxa de juros devido ao fato de alguns agentes preferirem conservar moeda, pois seus pontos de vista acerca da taxa futura de juros divergem da do mercado.

Ainda através do motivo especulação, Keynes (1985) aponta que de todas as influências que operam por meio das variações da taxa de juros sobre a disponibilidade de gasto dos rendimentos por parte dos agentes, a mais importante refere-se ao efeito destas variações sobre a elevação ou decréscimo dos valores mobiliários e de outros ativos, ou seja, o efeito riqueza. Neste sentido, caso um indivíduo seja beneficiado por um aumento excepcional do valor de seu capital, suas motivações para gastar no período corrente se fortalecem, e, assim aumenta sua demanda por moeda, ao passo que, caso sofra perdas de capital, suas motivações para gastar se enfraquecem, diminuindo, assim a demanda por moeda.

Logo, a incerteza sobre as variações futuras na taxa de juros é o fator determinante da demanda especulativa por moeda<sup>13</sup>. Neste sentido, as expectativas quanto ao comportamento futuro da taxa de juros se reflete na preferência pela liquidez, uma vez que o agente que se depara com uma taxa de juros acima daquela prevista pelo mercado possui motivos para manter moeda em mãos, enquanto que, o indivíduo que diverge do mercado em sentido oposto, tem motivos para adquirir débitos.

---

<sup>13</sup>No capítulo 17 da *TG* Keynes elaborou uma teoria de precificação de ativos, de modo que a dicotomia entre reter moeda ou títulos se expande para a comparação com qualquer outro ativo. Dessa forma, o retorno total esperado por um ativo, que equivale à sua própria taxa de juros, depende da taxa esperada de quase-renda (taxa de rendimento esperada pela posse ou uso do ativo); custo de carregamento; prêmio de liquidez (facilidade de negociação do ativo); taxa esperada de apreciação do ativo ao final de um período. Destaca-se que, no caso da moeda, seu prêmio de liquidez excede muito seu custo de manutenção, enquanto que em outros ativos o custo de manutenção é maior que o prêmio de liquidez.

A partir da lógica do motivo especulação, Keynes (1985) rejeita a ideia de uma taxa natural de juros<sup>14</sup>, utilizada anteriormente por ele no *TM*, passando a sugerir que todo agente possui uma avaliação subjetiva do que seria uma taxa normal de juros referente ao comportamento que espera dos ativos que transaciona. Neste sentido, a taxa normal de juros “age como uma âncora para suas expectativas de movimentos futuros da taxa de juros de mercado e define se o agente será um **urso** ou um **touro** em face das taxas de juros correntes” (CARVALHO, 1996, p. 52, grifo do autor).

Assim, a taxa de juros relaciona-se intimamente com a preferência pela liquidez e, por consequência, com a incerteza acerca do comportamento futuro dos próprios juros. Estas variáveis, ademais, modificam-se com a quantidade de moeda ofertada frente a outros ativos, de forma que “[a taxa de juros] não é, em si, outra coisa senão o inverso da relação existente entre uma soma de dinheiro e o que se pode obter desistindo, por um período determinado, do poder de comando da moeda em troca de uma dívida” (KEYNES, 1985 p. 122).

Logo, a moeda e o preço dela diferido, a taxa de juros, desempenham em economias monetárias um papel fundamental, ao representar uma variável relevante no cálculo do empresário ao tomar sua decisão de investir. Em uma economia guiada pelo lado da demanda, o gasto determina a renda da sociedade, sendo o investimento a variável chave, pois gera emprego e renda novos. Assim, o empresário ao decidir investir, por um lado, calcula as rendas futuras esperadas sobre o custo de seu investimento, o que Keynes (1985) denominou eficiência marginal do capital, e, por outro lado, as compara com a taxa de juros vigente, devido ao fato de remunerar ativos mais líquidos e menos custosos do que um investimento produtivo, “por isso, o retorno esperado dos ativos reais terá de, no mínimo, igualar-se ao dos financeiros para que os capitalistas decidam pelos primeiros” (CAMARGO, 2009, p. 87).

Dessa forma, “os problemas no equilíbrio da economia seriam amenizados se as decisões de investir dependessem somente das expectativas de lucro por parte dos capitalistas” (FERRARI FILHO, 1990, p. 129). Entretanto, as dificuldades emergem do fato de os investimentos dependerem também do comportamento da taxa de juros que, por sua vez, depende da preferência pela liquidez dos agentes e da quantidade de moeda ofertada. Assim, como a moeda é uma forma alternativa de riqueza, e a escolha por sua retenção leva em conta as expectativas quanto ao comportamento da taxa de juros: se esta subir, tudo o mais constante, faz baixar o nível de investimento.

---

<sup>14</sup>Ademais, no supracitado capítulo 17 da *TG*, Keynes (1985) afirma que a consideração de taxa natural de juros feita por ele no *TM* consistiu em um erro, já que não havia considerado até então que o sistema econômico pode estar em equilíbrio em um nível abaixo do pleno emprego, de modo que a igualdade da taxa natural de juros à taxa de juros de mercado pode se dar num ponto que não o do pleno emprego.

Daí nota-se a importância de se ter controle sobre a taxa de juros de modo a levá-la a um nível que estimule a decisão de investir e não crie insuficiência de demanda efetiva. Ademais, no capítulo 12 da *TG*, Keynes (1985) aponta que o sistema econômico se torna ainda mais instável pelo surgimento dos sistemas financeiros modernos, tipificados pelo caso da bolsa de valores de Nova York<sup>15</sup>, em que se nota um comportamento marcadamente especulativo dos participantes do mercado.

A lógica dos mercados financeiros, calcada no fetiche pela liquidez<sup>16</sup>, consiste em ser possível reavaliar os investimentos no mais curto espaço de tempo, de modo que um indivíduo pode trocar sua carteira de ativos ao analisar que outros lhe proporcionariam maior rentabilidade. Para além, o autor argumenta que à medida que a organização dos mercados de investimentos se fortalece maior é o risco de predomínio de investimentos especulativos em comparação aos investimentos produtivos, o que ele denominou como atividades de empreendimento, devido, sobretudo, ao maior oferecimento de ativos financeiros cada vez mais líquidos.

### 1.3.1 Variações do nível de preços na *TG*

O capítulo 21 da *TG* refere-se à teoria dos preços desenvolvida por Keynes (1985). O autor aborda como os preços são formados, além de identificar a origem das variações em seu nível, ou seja, as pressões inflacionárias. Inicialmente considera-se que a formação do nível de preços da indústria em conjunto pode ser apreendida a partir de uma indústria em específico, sendo que o nível de preços depende, em parte, da taxa de remuneração dos fatores de produção, componente do custo marginal e, em parte, da escala global de produção, ou seja, do volume de emprego.

Entretanto, ao se considerar a produção global, deve-se atentar para o fato de que o custo dela, para qualquer indústria, depende parcialmente da produção das demais indústrias,

---

<sup>15</sup>Keynes (1985) ao analisar os casos das bolsas de valores de Londres e de Nova York, percebe que o predomínio da especulação é muito maior no segundo caso e, isso se deve, principalmente, às restrições de acesso aos investimentos neste tipo de instituição por parte dos ingleses. Ou seja, “a proporção dos ‘jogadores’, as altas comissões de corretagem e as pesadas taxas sobre transferências que se pagam ao Tesouro, gastos que acompanham todas as transações na Bolsa de Valores de Londres, reduzem a liquidez do mercado (embora a prática das liquidações quinzenais opere em sentido inverso) o suficiente para eliminar grande parte das operações características de Wall Street” (KEYNES, 1985, p. 116, grifo do autor).

<sup>16</sup>Essa situação caracteriza o que o autor denominou como investidor profissional, sempre alerta para antecipar mudanças das bases de avaliação do mercado, em que “o objetivo real e secreto dos investimentos mais habilmente efetuados em nossos dias é ‘sair disparado na frente’ como se diz coloquialmente, estimular a multidão a transferir adiante a moeda falsa ou em depreciação” (KEYNES, 1985, p. 114, grifo do autor)

sendo que as variações na demanda atuam ao mesmo tempo sobre os custos e sobre o volume de produção.

Para Keynes (1985), para que a TQM fosse uma correta teoria dos preços, seriam necessárias as seguintes hipóteses: a) as formas de remuneração dos fatores produtivos que entram no custo marginal variam na mesma proporção que a unidade de salários; b) os recursos desempregados são homogêneos e intercambiáveis, com a mesma eficiência para produzir os bens desejáveis; e, c) enquanto houver desemprego, os fatores de produção que entram no custo marginal se contentam com o mesmo nível de salário. Apenas com tais hipóteses se valida a TQM. Contudo, não é este o caso, em decorrência de diversos fatores, como a rigidez dos salários nominais; a existência de rendimentos decrescentes à medida que o emprego se eleva; a não plena substitutibilidade dos fatores de produção; a inelasticidade de oferta em determinados ramos industriais, dentre outros.

Keynes (1985), então, traça um paralelo com a TQM, mesmo a tendo refutado, para lançar sua teoria dos preços. Em economias monetárias da produção a dinâmica econômica é determinada pelo lado da demanda agregada e, então, para que se tenha explicada as variações nos níveis de preços, investiguem-se as respostas da demanda às variações no estoque de moeda. O autor assume, então, que com a presença de desemprego involuntário, aumentos do estoque de moeda se manifestarão, em parte, em expansões nos níveis de produção e, em parte, em variações dos preços.

O tamanho de cada parte, por sua vez, dependerá das seguintes condições: a) a demanda efetiva não varia em proporção exata à quantidade de moeda; b) como os recursos não são homogêneos, haverá rendimentos decrescentes, e não constantes, à medida que o emprego aumente; c) os recursos não são intercambiáveis, logo, a oferta de certos bens tornar-se-á inelástica, mesmo havendo recursos desempregados disponíveis para a produção de outros bens; d) a taxa de salários tende a subir antes que o pleno emprego seja alcançado; e, e) as remunerações dos fatores que entram no custo marginal não variam todas na mesma proporção.

A teoria dos preços, que se refere à análise da relação entre as variações na quantidade de moeda e no nível dos preços, toma como base estes cinco fatores expostos acima, sendo que eles não se comportam de maneira independente, ou seja, o efeito de um dos fatores pode implicar no comportamento dos demais. Neste sentido, em relação ao primeiro dos fatores têm-se que, tudo o mais constante, o efeito inicial de uma variação na quantidade de moeda sobre a demanda efetiva resulta de sua influência nos elementos que definem a demanda agregada, quais sejam, a) a taxa de juros, via curva da preferência pela liquidez, ao indicar o



quanto a taxa de juros deve baixar para que os agentes desejosos de conservar liquidez a absorvam; b) a curva da eficiência marginal do capital, indicando o quanto aumentará o investimento decorrente de eventual declínio na taxa de juros; e, c) por meio do multiplicador do investimento, que representa o quanto aumenta a demanda efetiva em resposta ao acréscimo do investimento. Ressalta-se, contudo, que todas estas influências estão expostas ainda aos efeitos dos demais fatores.

O segundo fator, referente aos rendimentos decrescentes, indica que o preço de oferta sobe tendencialmente à medida que a produção aumenta, de forma que “o aumento da produção é acompanhado por uma alta de preços, independentemente de qualquer variação na unidade de salários” (KEYNES, 1985, p. 207).

O terceiro fator implica que, em geral, a demanda de certos serviços e produtos alcança um nível além do qual a oferta é inelástica. Deste modo, ao aumentar a produção, a indústria depara-se com uma série de estrangulamentos, e seus preços devem subir a um nível tal que desvie a demanda para outras direções e “tão logo a produção tenha subido o necessário para alcançar a zona dos ‘estrangulamentos’, é provável que se verifique uma alta acentuada nos preços de certas mercadorias” (KEYNES, 1985, p. 208, grifo do autor)<sup>17</sup>.

O quarto fator indica a existência de uma sucessão de pontos anteriores ao pleno emprego, nos quais o aumento da demanda efetiva eleva os salários nominais, embora não na mesma proporção à elevação dos preços dos bens de consumo salariais. Isso se explica, pois, uma parte de qualquer aumento na demanda efetiva se destina a satisfazer a tendência ascendente na unidade de salários, ou seja, cada grupo de trabalhadores procura tirar vantagens de uma alta de sua renda, e, assim, “verifica-se naturalmente uma pressão neste sentido da parte de todos os grupos, à qual os empresários estarão mais dispostos a ceder quando estiverem fazendo melhores negócios” (KEYNES, 1985, p. 208).

Por fim, o quinto fator argumenta que as remunerações dos fatores de produção que entram no cálculo do custo marginal variam em proporções diferentes, sendo o custo marginal de uso o mais representativo da variação em proporções diferentes da unidade de salários. A justificativa é que o custo de uso pode subir acentuadamente quando o emprego começa a aumentar, em função do aumento da demanda provocar mudanças nas expectativas acerca da

---

<sup>17</sup>Tanto no segundo quanto no terceiro fator, a elasticidade da oferta depende, em parte, do transcurso do tempo. Deste modo, caso haja um intervalo de tempo considerável para que o próprio volume de equipamento na indústria varie, as elasticidades de oferta poderão ser maiores. “Nessas condições, uma variação moderada da demanda efetiva, que se apresente em circunstâncias de amplo desemprego, pode traduzir-se principalmente pelo aumento do emprego, e, em medida muito limitada, pela alta dos preços, ao passo que uma variação mais acentuada, que, não sendo prevista, leva a certos ‘estrangulamentos’ temporários, influi mais sobre os preços e menos sobre o emprego, em maior proporção no começo do que subsequentemente” (KEYNES, 1985, p. 208, grifo do autor).

data em que será necessário substituir os equipamentos de produção. Em outras palavras, o custo de uso relaciona-se à avaliação feita pelos empresários sobre a utilização de sua capacidade instalada. Assim, Keynes (1985) sugere que ao invés de se considerar que as remunerações de todos os fatores que entram no custo primário marginal variam na mesma proporção da unidade de salários, se considere uma média ponderada das remunerações que compõem o custo primário marginal, passando a ser denominada unidade de custos, representando assim um padrão essencial de valor. Desta maneira, “o nível de preços, dado o estado da técnica e do equipamento, dependerá, em parte, da unidade de custos e, em parte, da escala de produção, aumentando, quando assim varia a produção, *mais* do que quando proporcional a qualquer alta na unidade de custos” (KEYNES, 1985, p. 209, grifo do autor).

Com base nestes fatores relacionados ao nível de produção da economia, para explicar a variação dos preços Keynes (1985) utiliza as seguintes elasticidades: dos preços nominais em relação às variações da demanda efetiva ( $e_p$ ); dos salários nominais em resposta às variações na demanda efetiva ( $e_w$ ); da demanda efetiva em relação às variações da oferta de moeda ( $e_d$ ); da oferta em resposta às variações da demanda efetiva ( $e_o$ ); do emprego em relação às variações na demanda, expressa em unidades de salário ( $e_e$ ); e, a resposta dos preços nominais às variações na quantidade de moeda ( $e$ ). Delas, o autor chama a atenção para os quatro termos que governam o efeito das variações na quantidade de moeda sobre os preços:

$e_d$  representa os fatores de liquidez que determinam a demanda de moeda em cada situação;  $e_w$  os elementos de trabalho (ou, mais exatamente, os que entram no custo primário) que determinam a medida na qual os salários nominais sobem quando o emprego aumenta; e, enfim,  $e_e$  e  $e_o$  os fatores físicos que determinam a taxa dos rendimentos decrescentes quando se associa mais emprego ao equipamento existente (KEYNES, 1985, p. 211).

Ademais, a inflação genuína é identificada pelo autor como aquela em que um novo acréscimo no volume de demanda efetiva não mais resulta em aumento da produção, se traduzindo em alta da unidade de custos, na proporção exata do aumento da demanda efetiva. Antes que este ponto seja atingido, o efeito de qualquer expansão monetária é apenas uma questão de grau, ou seja, cada aumento na quantidade de moeda, à medida que aumenta a demanda efetiva, traduz-se em parte, numa elevação da unidade de custos e, em parte, no aumento da produção. Assim,

A opinião de que *qualquer* aumento na quantidade de moeda é inflacionário (a não ser que entendamos por *inflacionário* apenas uma alta de preços) está ligada à

hipótese subjacente da teoria clássica de que *sempre* nos encontramos em circunstâncias tais que uma baixa das remunerações reais dos fatores produtivos levará a uma redução de sua oferta (KEYNES, 1985, p. 210, grifo do autor).

Vê-se assim que na teoria dos preços de Keynes (1985), estes não variam apenas em função de alterações no nível de demanda agregada, mas relacionam-se com fatores ligados aos custos de produção, ou seja, fatores relacionados à oferta. Deste modo, os processos inflacionários normais podem ser explicados pelas condições de oferta da economia.

### 1.3.2 Atuação da AM e papel da política monetária na TG

Este é o contexto das economias monetárias da produção expresso na TG. Nele, como a AM deve atuar? Pois bem, seu objetivo é controlar a política monetária, principalmente a taxa de juros de curto prazo, a fim de favorecer a realização de investimento produtivo e, conseqüentemente, a geração de emprego e renda. Mas, como analisado anteriormente, o cenário em que AM atua é caracterizado pela complexidade que cerca a efetivação deste tipo de investimento, sendo as dificuldades “resultantes da associação de uma taxa de juros a longo prazo convencional e bastante estável com uma eficiência marginal do capital inconstante e altamente instável” (KEYNES, 1985, p. 144).

Neste sentido, a moeda, ao representar um ativo como outro qualquer, concorre com os demais, podendo ser passível de retenção por parte dos agentes, que assim, postergam suas decisões de gasto, sejam elas de consumo ou investimento. Além disso, o empresário tem a taxa de juros como referência alternativa de investimento, quando ele toma sua decisão de investir, de modo que ela representa mais um condicionante da dificuldade de se ter aumento de emprego e renda. Se a taxa de juros encontrar-se em patamar mais elevado do que a eficiência marginal do capital é preferível investir em ativos financeiros, mais líquidos e menos custosos, que produtivos. Por fim, nos sistemas financeiros modernos, há o oferecimento de ativos cada vez mais líquidos, com temporalidade mais curta, que acabam tomando importância na decisão de investimento dos agentes.

Assim, levando em conta as dificuldades de se efetivar o investimento produtivo no sistema econômico, “já que a moeda improdutiva pode ser preferida aos ativos de capital como meio de acumulação de riqueza” (CARVALHO, 1999, p. 280), mas, tendo em vista sua importância ao representar a variável chave para se atingir o ponto de demanda efetiva, a AM deve buscar tornar mais atrativo o investimento em ativos produtivos *vis-à-vis* os ativos financeiros. Logo, a política monetária teria “o papel de acomodar as transações de demanda

por moeda e de impedir que mudanças preventivas do estado de preferência pela liquidez tenham impacto sobre os preços dos ativos não líquidos” (CARVALHO, 1992, p. 212).

Em específico sobre o papel da AM na *TG*, percebe-se que a administração monetária afeta o sistema econômico por sua influência sobre o motivo especulação da demanda por moeda. Isto, pois, a demanda por moeda para satisfazer os outros motivos é, via de regra, bastante constante a qualquer mudança que não a de mais bruscas alterações na atividade econômica geral e no nível de renda, enquanto que a demanda por moeda para o fim especulativo varia pela incerteza acerca da taxa de juros futura e pela oferta de moeda existente. Sensível como pode ser, sempre que o motivo especulação modificar-se, ele tende a culminar em variações nas taxas de juros, podendo fazer variar o montante de recursos que chega ao investimento produtivo.

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 *portfólios* 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 agregada na produção de novos itens (CARVALHO, 1994, p. 47, grifo do autor).

Ao abordar a questão do fetiche da liquidez, Keynes (1985) aponta um dilema, já que ao mesmo tempo em que a liquidez oferecida pelos ativos transacionados no mercado financeiro pode dificultar um novo investimento, pode agir facilitando-o com mais frequência. Em tese, o agente, ao ter em mente que participa de um mercado com um nível alto de liquidez, pode incorrer em maiores riscos e, conseqüentemente, decidir por realizar novos investimentos. Porém, “à medida que um indivíduo possa empregar sua riqueza entesourando ou emprestando *dinheiro*” (KEYNES, 1985, p. 117, grifo do autor) a opção pela aquisição de ativos reprodutíveis, geradores de emprego e renda, pode não ser atrativa, uma vez que estes ativos possuem menor liquidez frente aos demais. Este caráter dual do sistema financeiro moderno é exacerbado em momentos de *boom*, em que Keynes (1985) aponta o caráter pró-cíclico das finanças. Em suas palavras:

Quando o desenvolvimento do capital em um país se converte em subproduto das atividades de um cassino, o trabalho tende a ser malfeito. (...) estas tendências são uma consequência quase inevitável do êxito de se terem organizados os mercados de investimentos ‘líquidos’ (KEYNES, 1985, p. 116, grifo do autor).

De maneira a ilustrar este caráter, o autor elenca dois tipos de riscos que afetam o volume de investimento, o risco do empresário, ou mutuário, que é aquele que surge das

dúvidas acerca da efetivação da rentabilidade futura que espera, e, o risco do mutuante, que aparece com o desenvolvimento de um sistema de concessão e contração de empréstimos acompanhados de uma margem de garantia, e se refere à inadimplência voluntária ou à possível insuficiência da margem de segurança da operação. O primeiro dos riscos pode ser considerado um custo social, ao passo que o segundo corresponde a uma adição ao custo do investimento, que se exprime na adição deste risco à taxa de juros. É justamente nos períodos de expansão que os agentes tendem a subestimar tais riscos, o que torna suas operações menos seguras e instáveis, ao passo que, em momentos de depressão, as flutuações das operações financeiras podem enfraquecer consideravelmente a decisão de investir, além da propensão a consumir, “justamente quando ela é mais necessária” (KEYNES, 1985, p. 221), o que denota o caráter pró-cíclico das finanças.

Dessa maneira, a busca da estabilidade financeira também pode ser concebida como um dos objetivos da AM na TG. Primeiramente o autor aponta que, assim como o acesso a cassinos deve ser dificultado e dispendioso, no caso do acesso aos mercados de investimentos líquidos deveria ocorrer o mesmo. Em complemento, anuncia alguns dos instrumentos a serem utilizados para minimizar o predomínio do caráter especulativo no sistema econômico, indicando que “a criação de um elevado imposto sobre as transferências para todas as transações talvez fosse a mais salutar das medidas capazes de atenuar, nos Estados Unidos, o predomínio da especulação sobre o empreendimento” (KEYNES, 1985, p. 116). Vale ressaltar ainda, que o autor atribui ao Estado a tarefa de tentar coordenar o volume corrente de investimento, pois “em condições de *laissez-faire*, talvez seja impossível evitar grandes flutuações no emprego sem uma profunda mudança na psicologia do mercado de investimentos, mudança essa que não há razão para esperar que ocorra” (KEYNES, 1985, p. 221).

Em termos da operacionalização da política monetária, o principal mecanismo de atuação da AM é o manejo da taxa de juros, através das operações de mercado aberto, já que:

O sistema bancário está sempre apto em circunstâncias normais, a comprar (ou vender) títulos e obrigações em troca de moeda, oferecendo por eles um preço de mercado modestamente maior (ou menor); e quanto maior for a quantidade de recursos líquidos que os bancos desejam criar (ou cancelar) pela compra (ou venda) de títulos de dívida, maior deverá ser a baixa (ou alta) na taxa de juros (KEYNES, 1985, p. 141).

As operações de mercado aberto influenciam o nível da taxa de juros, tanto alterando o volume de moeda da economia, como dando origem a novas expectativas frente à sua política

futura. Uma alteração nas circunstâncias atuais ou nas expectativas dos agentes provoca um reajuste das reservas líquidas individuais e, em consequência, há uma nova posição da taxa de juros, condizente com esse reajuste, já que “a variação da taxa de juros é, comumente, o efeito mais importante da reação a uma mudança nas informações” (KEYNES, 1985, p. 141). Isto ocorre devido à diversidade de opiniões dos indivíduos, além das diferenças quanto ao conhecimento e interpretação de uma nova situação feita por cada um, ou seja, “é possível que haja uma opinião tão unânime sobre a futura taxa de juros que uma ligeira variação nas taxas atuais determine um movimento maciço em direção à busca da liquidez” (KEYNES, 1985, p. 125).

Diferentemente do *TM*, para Keynes (1985), a AM consegue controlar diretamente apenas a taxa de juros de curto prazo, ao passo que a taxa de juros de longo prazo, o mais relevante custo de oportunidade ao investimento “pode mostrar-se mais recalcitrante no momento em que caia a um nível que, com base na experiência passada e nas expectativas correntes da política monetária *futura*, a opinião abalizada considera ‘inseguro’” (KEYNES, 1985, p. 144, grifo do autor). Dessa forma, uma política monetária que os agentes considerem sujeita a falhas ou a mudanças repentinas pode falhar em seu objetivo, enquanto que a mesma política pode ser bem aceita se os agentes a concebem como compatível com o interesse público. Daí, “talvez fosse mais exato dizer que a taxa de juros seja um fenômeno altamente convencional do que basicamente psicológico, pois o seu valor observado depende sobremaneira do valor futuro que lhe prevê” (KEYNES, 1985, p. 144).

Diante do caráter convencional e psicológico que baseia o comportamento e as expectativas futuras acerca da taxa de juros, Keynes (1985) enxerga limitações quanto à capacidade da AM em estabelecer o patamar e as variações no complexo de taxas de juros para dívidas de diferentes prazos e riscos, além de se mostrar um tanto cético quanto ao êxito de uma política puramente monetária influenciar no nível de taxa de juros.

Em primeiro lugar, a própria AM se impõe limites aplicando restrições a suas operações de modo a negociar apenas com dívidas de um tipo particular, isto é, de curto prazo. Neste ponto o autor sugere que uma melhoria prática em termos da operacionalização da política monetária pela AM seria a substituição da taxa de desconto única para os títulos de curto prazo, por uma oferta complexa de compra e venda a preços fixos dos títulos de primeira linha de diversos prazos de vencimento. Há também a possibilidade de que apesar de se observar uma baixa na taxa de juros, a preferência pela liquidez se torne muito alta, de modo que todos estejam estimulados a reter moeda ao invés de conservar uma dívida que renda uma taxa de juros baixa, o que arrefece o mecanismo de transmissão da taxa de juros

para os componentes da demanda agregada, atravancando a ação da AM. Por fim, há riscos que dificultam que a taxa de juros efetiva baixe além de certo patamar, por exemplo, o risco moral, o risco de liquidez, o risco de inflação.

Entretanto, apesar da descrença quanto a uma política monetária ativa sozinha influenciar o nível da taxa de juros de longo prazo, o comportamento dela deve ser visto de perto pela AM, posto que uma alta taxa de juros inibe o processo produtivo. Para além, a AM deve passar credibilidade ao público, já que se ele acredita que uma política monetária está sujeita a muitas mudanças, ela pode falhar em seu objetivo, ao mesmo tempo em que a mesma política pode ser aceita pelo público se ele a considera compatível com seus interesses. Assim, “quanto mais claras as indicações dadas pelo Governo, mais rápido e tranquilo seria o movimento naquela direção” (CARVALHO, 1999, p. 276).

A partir do que foi analisado nesta seção, pôde-se perceber que na *TG* Keynes (1985) aprofunda o fato de que as decisões dos agentes são tomadas num ambiente de incerteza fundamental e, por isso, são baseadas em expectativas. Para além, ele aponta o conceito de preferência pela liquidez na determinação da taxa de juros, sendo que esta se refere à recompensa por abrir-se mão de liquidez. Entretanto, o objeto central de sua obra, isto é, a determinação do emprego e da renda, encontra como obstáculo, por um lado, o comportamento da taxa de juros e, por outro lado – e como determinante dos juros – a demanda por moeda que, ao ser efetivada, significa insuficiência de procura por outros ativos, de forma que ela não é neutra sobre as variáveis reais do sistema.

Num ambiente de incerteza exacerbada, a alta preferência pela liquidez pode fazer com que os agentes retenham moeda, o que leva, por um lado, a menor oferta de recursos ao investimento produtivo, ampliando o *gap* entre oferta e demanda efetiva, e, por outro lado, à subida da taxa de juros, reduzindo a atratividade do investimento e, conseqüentemente, arrefecendo a dinâmica de expansão da renda e do emprego.

Deste modo, a atenção ao comportamento da taxa de juros é necessária, sendo que a AM deve, através da política monetária, tentar agir sobre os juros de curto prazo, buscando influenciar os de longo prazo, que são os relevantes para a escala de investimento da economia. Além disso, a AM deve buscar manter a estabilidade financeira do sistema como parte de seus objetivos, impedindo que atividades especulativas se sobreponham às atividades empreendedoras e que bolhas sejam geradas no sistema financeiro, caracteristicamente pró-cíclico.

#### 1.4 “*THE MONETARY POLICY OF THE LABOUR PARTY*”

A partir da análise das seções anteriores percebe-se a importância dada por Keynes à política monetária, destinada não só a manter o nível de preços estável, meta mais notável no *Tract*, como também em perseguir o pleno emprego, claro objetivo da *TG*. Mas, qual seria a institucionalidade da AM para Keynes, isto é, como ele concebe o funcionamento, a gestão e relação da AM, ou BC, com o Governo?

O artigo “*The Monetary Policy of the Labour Party*” contempla os pontos principais da orientação de Keynes quanto à institucionalidade da AM. Este texto refere-se a uma resposta do autor a um panfleto político do Partido Trabalhista inglês que demandava uma interferência democrática na política monetária, no sentido de nacionalizar o Banco da Inglaterra. De modo geral, o panfleto indicava que o referido banco deveria se tornar de propriedade e controle públicos, sendo seu responsável maior indicado pelo Governo, de modo que as decisões cotidianas da instituição fossem de responsabilidade deste e de seus subordinados.

Em resposta, Keynes (1982) apresentou seis proposições essenciais a se considerar sobre a gestão do Banco da Inglaterra que, embora sejam a ele destinadas, podem se estender ao desenho de qualquer AM. A primeira delas aponta que os interesses dos acionistas nos lucros do Banco da Inglaterra deveriam cessar. Essa proposição, segundo Bibow (2002), representa uma clara distinção entre o pensamento de Keynes em 1932 em relação a sua visão anterior, sobretudo de meados de 1913, quando tratava das questões monetárias da Índia<sup>18</sup>, já que ele passa a enxergar o papel privado no Banco da Inglaterra como negativo. A segunda proposição vai no sentido de reforçar a primeira e diz que o BC deve ser reconhecido como uma instituição nacional, em que lucros e interesses privados sejam excluídos. Neste sentido, sua direção deveria ser selecionada por razões públicas, não contemplando privilégios ou interesses particulares.

Já a terceira proposição tem um caráter mais gerencial e sugere que a gestão do BC seja sujeita ao Governo democraticamente eleito, sendo que decisões que envolvem compromissos mais robustos por parte da instituição devem obter a aprovação do Ministro das Finanças. Conforme aponta Bibow (2002), esta proposição indica o papel crucial do Governo na escolha das principais linhas de política a serem seguidas pela AM. Relacionada à

---

<sup>18</sup>Keynes trabalhou no *Indian Office* de 1906 a 1908 e, em 1913 publicou seu primeiro livro denominado *Indian Currency and Finance*, em que expunha com detalhamento o funcionamento do padrão de câmbio ouro-divisas adotado pela Índia e suas sugestões para aprimorar a organização do sistema bancário indiano, em especial pela fundação de um BC (MOGGRIDGE, 1976).



proposição anterior, a quarta afirma que os princípios do sistema monetário, relacionados, por exemplo, à que referencial se utilizar para indicar o nível de preços, ou se o ouro deve ser ou não utilizado como padrão monetário, são normas determinadas pelo Parlamento. Pode-se auferir que esta proposição aponta “os limites para o Governo estipular seus objetivos finais de política” (BIBOW, 2010, p. 20). A quinta proposição também tem natureza administrativa e trata da importância da abertura e da transparência que o BC deve manter ao realizar política monetária. Basicamente, a sugestão é de que “o dia-a-dia da política do Banco, suas estatísticas, técnicas e objetivos imediatos devem ser tão públicos quanto possível e, deliberadamente expostos a críticas externas” (KEYNES, 1982, p. 131).

Supondo aceitas as cinco proposições anteriores, Keynes (1982) lança uma sexta que diz que quanto menos direto o controle democrático e mais remotas as possibilidades de interferência parlamentar no exercício da política monetária, melhor será. Esta proposição aponta a oposição do autor à forma de direção do BC proposta pelo Partido Trabalhista, e “estabelece um princípio destinado a se garantir que a opinião de especialistas domine onde deve” (BIBOW, 2002, p. 775).

O que está em pauta a partir destas seis proposições é que o BC deve possuir autonomia para operacionalizar os instrumentos de política a fim de alcançar seus objetivos. Dessa forma, sua gestão não deve ser relegada a membros do Governo, como propunha o panfleto do Partido Trabalhista inglês, mas sim, a técnicos especializados na gestão bancária, embora sua política geral seja delineada a partir do Governo em questão. Assim, ressalta-se que o Governo, democraticamente eleito define a política econômica geral, delineando, dessa forma, seus objetivos e, fica a cargo dos técnicos do BC a complexa tarefa de utilizar os meios necessários para se alcançar tais objetivos. Logo:

Embora a independência<sup>19</sup> do banco central seja, portanto, vista como um meio adequado para uma condução eficiente da política monetária, ou seja, protegendo os técnicos monetários no manuseio dos controles especializados, o controle democrático final sobre a política monetária, no entanto, deve ser mantido (BIBOW, 2002, p. 775).

Dessa forma, o Governo é o responsável pelas ações da AM, com base na prerrogativa de que ele ditou as principais linhas de política a serem perseguidas pela instituição. Assim, ele é o responsabilizado pelo desempenho geral da política econômica, devendo prestar

---

<sup>19</sup>Vale ressaltar que a noção de independência do BC atribuída por Bibow (2002) à Keynes (1982) se refere tão especificamente à liberdade de operacionalização da instituição, não sendo, portanto, similar à ideia de independência do BC pregada pelos pensadores do Novo Consenso Macroeconômico. Ver Bibow (2010) e Arestis (2006).

possíveis esclarecimentos e estar sujeito a críticas por parte da sociedade. Não obstante, como aponta Bibow (2002), Keynes (1982) previa uma descentralização na gestão de controle da AM, ressaltando não a subordinação, mas sim, a coordenação com as políticas do Tesouro, estando ambas as instituições aliadas no cumprimento das políticas gerais ditadas pelo Governo. Portanto, “a contribuição de Keynes em 1932 destaca que uma estrutura sólida da política monetária deve ter como objetivo a eficiência na condução da política, bem como responsabilidade democrática” (BIBOW, 2002, p. 783).

Neste capítulo foram apresentadas as principais obras de Keynes no tocante ao papel da moeda e da política monetária, além do panfleto de 1932 que trata da institucionalidade da AM. Pode-se perceber uma evolução no pensamento do autor que, no *Tract*, ainda carregava muito de sua formação clássica, aceitando a validade da TQM no longo prazo, no *TM* inicia seus apontamentos acerca de uma teoria monetária da produção, que se esboça completamente na *TG*.

Nesta última obra é explicitado o modo de funcionamento de economias monetárias de produção, em que a moeda, ao inserir-se na economia como um ativo, afeta as variáveis reais e, assim, pode provocar insuficiência de demanda efetiva. Ademais, concebe-se que o nível de preços não varia apenas em função de alterações da demanda agregada, mas relaciona-se com fatores ligados aos custos de produção, isto é, relacionados às condições de oferta. Dessa forma, Keynes (1985) aponta a necessidade de se ter o controle sobre a taxa de juros, variável relevante na decisão de investimento dos agentes, a partir de uma política monetária ativa, em que a AM busque além da influência sobre a taxa de juros de longo prazo, a estabilidade financeira, evitando a sobreposição de atividades especulativas frente às geradoras de emprego e renda.

Por fim, no panfleto de 1932, Keynes indica algumas proposições acerca da institucionalidade de um BC, sendo relevante o fato de ser imprescindível a liberdade de operacionalização de seus instrumentos ao buscar o objetivo de política ditado pelo Governo democraticamente eleito. Além disso, o autor destaca o caráter aberto e transparente que as atividades do BC devem possuir, confirmando, assim, a noção de credibilidade e transparência apontada na *TG*. Neste sentido, o próximo capítulo busca analisar os avanços que os autores pós-keynesianos têm feito, em relação aos escritos originais de Keynes, acerca da noção de moeda e política monetária.

## 2 AVANÇOS EM RELAÇÃO A KEYNES: A MOEDA E A POLÍTICA MONETÁRIA PARA OS PÓS-KEYNESIANOS

A teoria pós-keynesiana baseia-se nos escritos de Keynes, atualizando seus ensinamentos e dando continuidade ao projeto teórico por ele desenvolvido. Para contemplar o objetivo deste trabalho, este capítulo busca analisar os principais avanços teóricos realizados pelos pós-keynesianos acerca do papel da moeda e da política monetária em economias monetárias de produção.

Para tanto, o capítulo está estruturado em três seções. Na primeira, serão apresentados os princípios do paradigma teórico pós-keynesiano acerca do funcionamento das economias monetárias. Em seguida, a segunda seção analisa os avanços teóricos destes autores em relação à importância e papel da moeda. Por fim, a terceira seção enfatiza a proposta de política monetária para os pós-keynesianos, contemplando ainda três subseções, referentes às causas da variação do nível de preços, instrumentos e mecanismos de transmissão da política monetária, além das funções e institucionalidade acerca da AM.

### 2.1 A TEORIA PÓS-KEYNESIANA

Davidson (1991) traça as origens do paradigma pós-keynesiano a partir de meados da década de 1970, em resposta ao desenvolvimento das ideias da síntese neoclássica, que passava a interpretar o modelo desenvolvido por Keynes (1985) na *TG* a partir do equilíbrio geral walrasiano<sup>20</sup>. Segundo Carvalho (1992) pode-se compreender o modo de funcionamento de economias monetárias a partir de seis princípios fundamentais, aos quais Oreiro (2011) aponta corresponderem ao núcleo do programa de pesquisa pós-keynesiano.

Em primeiro lugar há o chamado princípio da produção em que se reconhece a empresa como um agente particular no sistema econômico: é possível definir uma atividade exclusiva para ela, ou seja, a empresa detém papel especial na economia, ela é capaz de promover o crescimento, visto que suas decisões ditam toda a dinâmica econômica. Além disso, é possível observar que seus objetivos e metas não consistem simplesmente na geração

---

<sup>20</sup>Em 1937 Hicks afirmou que a teoria monetária de produção desenvolvida por Keynes na *TG* não passava de um caso particular do modelo neoclássico. Por meio do modelo de equilíbrio geral walrasiano, ele apontava que o pleno emprego seria o estado normal de uma economia de mercado, haja vista a perfeita flexibilidade de preços e salários em todos os mercados simultaneamente. Porém, o autor aceitava que no curto prazo a existência de rigidez de preços e salários e outras imperfeições de mercado poderiam levar a economia a um ponto em que o produto estivesse abaixo de seu nível potencial. Dessa forma, para a síntese neoclássica, como ficou conhecida a perspectiva de Hicks, a teoria de Keynes não fez mais que um simples alerta para os mecanismos que dificultam o alcance do pleno emprego no curto prazo (BUSATO; PINTO, 2008).

de utilidade para seus proprietários, mas sim na “obtenção de lucros para ser capaz de produzir mais lucros, e assim por diante” (CARVALHO, 1992, p. 44). Este princípio não só ressalta o caráter particular da empresa nas economias monetárias, mas também destaca a importância da moeda - forma monetária de representação geral de riqueza - já que constitui potencialidade em seu uso de maneira universal, ao contrário de outros bens específicos.

O segundo princípio denomina-se estratégia dominante e se refere aos poderes diferentes dos agentes para determinarem a dinâmica de uma economia tipicamente empresarial. Ele se baseia na ideia de que os recursos produtivos são distribuídos de maneira desigual, ou seja, há uma hierarquia de poder. As empresas demonstram domínio da dinâmica econômica, uma vez que são responsáveis pelas decisões que envolvem produção e investimento e, conseqüentemente, criação de emprego e renda, de modo que tanto os trabalhadores quanto os poupadores se adaptam às decisões empresariais. Neste sentido, vale ressaltar que o caráter dominante da empresa refere-se ao fato de que, ao investir, ela age, por um lado, criando emprego aos trabalhadores e demais fatores de produção e, por outro lado, lhes gerando renda e permitindo, assim, que exista poupança.

Após a publicação da *TG*, Keynes deixou clara outra relação hierárquica essencial ao entendimento das economias monetárias, centrada na “visão de que os bancos detêm a chave para o processo de investimento” (CARVALHO, 1992, p. 45). O poder dos bancos em economias monetárias pode ser analisado a partir da noção de que estas instituições são capazes de financiar a acumulação de capital. Elas fornecem empréstimos para a realização de investimento e, diga-se passagem, sem que seja necessária a existência de poupança prévia. Dessa forma, são os bancos e não os poupadores que financiam o investimento, visto que são capazes de ofertar crédito, sendo que em economias com sistemas bancários modernos, são os empréstimos que criam depósitos, e não o contrário. Logo, o investimento é anterior à poupança, de forma que “são as finanças e não a poupança, juntamente com as expectativas empresariais de longo prazo, que representam os pré-requisitos para a acumulação de capital” (ARESTIS, 2005, p. 12).

O terceiro princípio diz respeito à temporalidade da atividade econômica, no sentido de que o processo produtivo decorre no, e demanda, tempo, implicando que as empresas necessitam decidir sobre escalas de produção por meio de expectativas quanto às suas vendas futuras. Com isso, para Keynes e os pós-keynesianos há a consideração dos atrasos que podem ocorrer na atividade econômica, além da natureza em que as decisões são concebidas e implementadas, ou seja, através de expectativas acerca de um futuro desconhecido e sem bases sólidas e plenamente calculáveis.

O quarto princípio, a não-ergodicidade, indica que mudanças estruturais podem ocorrer no sistema econômico, de modo que se vive num ambiente cercado pela incerteza, em que o agente, ao tomar uma decisão, deve se atentar ao fato de que as observações passadas não são suficientes para permitir que o futuro seja calculado probabilisticamente. Dessa forma, é a não-ergodicidade, e não apenas a temporalidade, que resultam na irreversibilidade do tempo. Portanto, as decisões são cruciais, ou seja, uma vez tomadas, o agente deixa alternativas, antes disponíveis, para trás. Em complemento o desenvolvimento do sistema econômico é um processo evolutivo, sendo que “as expectativas humanas a respeito de um futuro incerto e imprevisível terão efeitos inevitáveis e significativos sobre os resultados econômicos” (DAVIDSON, 1991, p. 32).

O quinto princípio, da coordenação, versa sobre o reconhecimento da falta de planejamento central dos planos concebidos pelos agentes, de forma que “a coordenação é obtida *ex post facto*, através da revelação para o mercado daquelas decisões que estavam certas e daquelas que estavam erradas” (OREIRO, 2011, p. 292). As decisões mal coordenadas geram custos aos agentes que tentam amenizar a ocorrência delas a partir da adoção de determinados comportamentos e do desenvolvimento de instituições capazes de arrefecer a incerteza e os efeitos dos erros cometidos. Carvalho (1992) afirma serem os contratos monetários o exemplo típico destas instituições, uma vez que com eles reduz-se a incerteza através da criação de fluxos de recursos, sejam eles reais ou financeiros, da diluição de prazos, da segurança para produtores em relação tanto à disponibilidade de insumos quanto ao escoamento da produção.

A existência e a importância dos contratos monetários estão intimamente ligadas ao último princípio, referente às propriedades da moeda. A proximidade entre os dois últimos princípios se deve ao fato de apenas ser possível haver contratos denominados em moeda, capazes de mitigar riscos e incertezas, devido à ela possuir propriedades peculiares que a permitem carregar valor ao longo do tempo. Como visto na *TG*, essas propriedades se referem às elasticidades de produção e substituição nulas (ou desprezíveis) da moeda de forma que há restrições à sua produção por quaisquer agentes que desejem fazê-lo. Além disso, auxiliam que a moeda exerça seu papel serem os contratos de salário monetários razoavelmente inflexíveis no tempo, bem como ter-se o custo de vida constante em termos monetários. Mantidas tais propriedades – por sinal, a política monetária em muito se relaciona com a manutenção delas – a moeda torna-se referência de mensuração da economia e, sendo unidade de conta, ela passa a deter máxima liquidez. Assim, permite-se que um sistema de contratos

seja construído e na medida em que os contratos são diferidos e cotados em moeda, ela se torna capaz de liquidá-los no tempo, transformando-se em reserva de valor.

Este último princípio denota a importância central da teoria monetária desenvolvida por Keynes e que os autores pós-keynesianos adotam como base teórica. Concebe-se a moeda não apenas como meio de circulação, mas como um ativo, capaz de conservar riqueza, liquidar dívidas e representar poder de compra, sendo assim não neutra nem no curto nem no longo períodos, podendo ser demandada como reserva de liquidez pelos agentes que, ao fazê-lo, deixam de procurar bens e serviços reais e influenciam a dinâmica econômica, já que:

Os agentes, sentindo a incerteza em relação ao futuro, poderiam escolher formas líquidas, mas não reprodutíveis de acumulação de riqueza [moeda], que poderiam deprimir os preços dos ativos reprodutíveis abaixo dos custos de produção. Isso levaria a uma redução da produção e do emprego, que exerceria um impacto secundário em indústrias de bens de consumo. Assim, o desemprego involuntário resulta das mudanças da demanda de ativos reprodutíveis para não reprodutíveis (CARVALHO, 1992, p. 51).

Dessa forma, pela perspectiva pós-keynesiana, num ambiente incerto, em que não existem bases para o cálculo probabilístico na tomada de decisões, a moeda adquire papel fundamental ao representar aos agentes defesa contra o adverso, segurança na manutenção da riqueza que possuem e liquidez imediata. Assim, “o princípio fundamental a ser seguido por esta escola é o de entender como opera um sistema em que a moeda tem um papel próprio (...) [já que] a compreensão da operação real da economia não pode de modo algum ser obtida abstraindo-se da sua operação financeira” (CARVALHO, 1989, p. 191). Logo, as próximas seções analisam mais de perto os avanços teóricos realizados por essa escola de pensamento acerca da importância da moeda e do papel da política monetária no sistema econômico.

## 2.2 A MOEDA PARA OS PÓS-KEYNESIANOS

Como visto, a moeda é um ativo que deixa a riqueza em sua forma mais líquida em economias empresariais. Carvalho (1996) destaca que outros ativos podem compartilhar uma natureza monetária, desde que haja mecanismos garantidores da conversibilidade deles em moeda de curso legal à vista e sem riscos de capital, sendo o grau de conversibilidade referente à liquidez do ativo em comparação à moeda. Deste modo, a partir do reconhecimento de que outros ativos podem assumir esta natureza, sobretudo em uma

economia monetária moderna, amplia-se a visão de Keynes (1985),<sup>21</sup> de que a oferta de moeda é exógena. Para os pós-keynesianos a oferta de moeda passa a incluir tanto a moeda emitida pela AM, quanto a criada pelas instituições financeiras, sendo sua criação endógena à atividade bancária e, portanto, ao sistema econômico.

Paula (2003) afirma que o ponto de partida pós-keynesiano na discussão acerca da endogeneidade da oferta de moeda se relaciona à não aceitação de que a oferta monetária seja determinada apenas de maneira exógena pela AM, além de que, em economias com sistemas financeiros desenvolvidos, esta oferta é determinada fundamentalmente pela expansão do crédito. Deste modo, o estoque de moeda resulta da procura por financiamento das “firmas, famílias e governo e por decisões de *portfólio* das instituições financeiras e dos investidores no mercado financeiro” (COSTA, 1993, p. 67).

Entretanto, embora a escola pós-keynesiana reconheça o caráter endógeno da oferta de moeda, há um debate interno sobre a característica da oferta endógena de moeda, que se segmenta em duas abordagens: a ‘horizontalista’ e a ‘estruturalista’. Ambas as abordagens compartilham um ponto em comum: a ideia de que a taxa de crescimento da oferta monetária e a disponibilidade de crédito são determinadas fundamentalmente pela demanda por moeda nos mercados financeiros, de modo que os bancos aumentam a oferta de crédito, através da criação de empréstimos que, automaticamente, criam depósitos e expandem a oferta monetária. A partir de Pollin (1991), pode-se explicitar a divergência entre as abordagens partindo-se da seguinte questão: como os bancos obtêm reservas adicionais para fazerem frente à demanda por moeda?

A abordagem horizontalista, também conhecida como acomodatória, tem como precursores Moore e Kaldor<sup>22</sup>, e argumenta que a curva de oferta de moeda é horizontal no espaço que relaciona a quantidade de moeda e a taxa de juros. Isso significa que quando os bancos ou outras instituições financeiras capazes de criar moeda mantêm reservas insuficientes, mas precisam aumentar a oferta de crédito para atender a demanda, o BC, necessariamente, acomoda essas necessidades, seja por meio das operações de mercado aberto expansionistas ou via operações de redesconto. Assim, a oferta de moeda torna-se infinitamente elástica para uma dada taxa de juros. Não é por menos que a função de emprestador de última instância do BC contribui para a acomodação na demanda de reservas, já que:

---

<sup>21</sup>Apesar de considerar a oferta de moeda exógena na *TG*, Keynes a considera endógena, criada a partir da atividade bancária, tanto no *Tract* quanto no *TM*.

<sup>22</sup>Para uma análise mais pormenorizada dos argumentos referentes tanto à abordagem horizontalista quanto à estruturalista da oferta de moeda ver Fontana (2002).

Precisamente porque as autoridades monetárias não podem enfrentar as desastrosas consequências de um colapso do sistema bancário (...) a ‘oferta de moeda’ numa economia de crédito é endógena, não exógena – varia em resposta direta às variações na ‘demanda’ de moeda e de depósitos bancários do público e não independentemente dessa demanda (KALDOR, 1985 *apud* MADI, 1993, p. 28, grifo do autor).

Dessa forma, os bancos nunca são constrangidos em termos de suas necessidades de reservas. Eles decidem que taxa de juros cobrar em relação ao montante que emprestam ao público, a partir de um *mark-up* sobre a taxa cobrada pelas reservas pelo BC. A quantidade ofertada de crédito depende da administração do passivo bancário e da obtenção de recursos no BC, de modo que os bancos conseguem atender toda a demanda de crédito à taxa de juros de mercado. Logo, “os bancos são estabelecadores de preços e tomadores de quantidades” (PAULA, 2003, p. 330), tendo o BC o papel de fixar o preço da oferta de reservas, ou seja, a taxa de juros, mas não sua oferta quantitativa.

Carvalho (1996) afirma que o comportamento acomodatório do BC nesta abordagem se apoia em dois argumentos fundamentais. O primeiro refere-se ao fato de a criação de moeda através de depósitos pelos bancos preceder no tempo a criação de reservas. Como apontado acima, a oferta de moeda se dá quando os agentes demandam crédito e os bancos oferecem empréstimos por meio de depósitos aos tomadores, mas, apenas posteriormente o volume depósitos é apurado para o cálculo das reservas correspondentes. Assim, caso haja falta de reservas, a alternativa dos bancos é recorrer ao BC. Destaca-se, neste ponto, a importância do segundo argumento, referente à proposição de que o BC exerce a função de empréstador em última instância, cabendo a ele assegurar a sobrevivência e a liquidez das instituições financeiras, garantindo que seus ativos ilíquidos sejam transformados em líquidos, caso haja necessidade. Se um banco se encontra em posição ilíquida, com falta de reservas, por exemplo, o BC não tem outra escolha senão acomodar tais necessidades para manter a liquidez do sistema.

Pode-se perceber que a política monetária nesta abordagem consiste apenas na fixação do preço das reservas – taxa de juros de curto prazo – que age de maneira indireta na quantidade de moeda. Uma política de juros mais elevados, por exemplo, impacta a disponibilidade de crédito, uma vez que as instituições financeiras reavaliam suas condições de rentabilidade. Entretanto, com o papel acomodatório do BC, pode ser que esta política de juros não faça diminuir a oferta monetária frente à sua demanda, pois os bancos podem demandar reservas ao BC que, prontamente, os atenderá, ou seja, “uma vez que os bancos tenham concedido crédito, e criado depósitos nesse processo, o Banco Central não tem



nenhuma escolha, devendo tornar disponíveis as reservas demandadas à um dado preço” (MOORE, 1986 *apud* FREITAS, 1999, p. 116). Portanto, há certa passividade acomodatória da política monetária para os horizontalistas.

Já para a abordagem estruturalista, que tem como precursores Minsky<sup>23</sup>, Dow e Chick, a endogeneidade da oferta de moeda decorre da capacidade do sistema financeiro de aumentar o volume de empréstimos e de proporcionar instrumentos financeiros que ampliam os meios de pagamento mais do que proporcionalmente ao aumento das reservas, ou seja, decorre do esforço do sistema bancário em contornar as limitações impostas pela AM, de modo a expandir suas atividades e elevar sua lucratividade (FIOCCA, 2000). Nesta abordagem, a política monetária da AM empreende esforços para controlar o crescimento das reservas não emprestáveis, sobretudo via requerimentos de encaixes obrigatórios, imposição de taxas de redesconto punitivas e, notadamente, operações de mercado aberto, impondo, dessa forma, limites quantitativos sobre a oferta de moeda. Ao sugerirem que o BC pode limitar a expansão de crédito no sistema econômico, elevando a taxa de juros quando a demanda por crédito se encontra acima dos limites por ele ditados, a curva de oferta de moeda passa a ter inclinação positiva no plano que compreende a quantidade de moeda e a taxa de juros (POLLIN, 1991).

Paula (2003) apresenta os sete principais pontos abordados pelos pós-keynesianos estruturalistas. Em primeiro lugar, atribui-se a endogeneidade da oferta de moeda à capacidade de o sistema financeiro aumentar o volume de crédito e, assim, criar depósitos em seus passivos contábeis que ampliam a disponibilidade de moeda acima das reservas. Em segundo lugar, a expansão do crédito para atender maior demanda decorre não do papel acomodatório do BC, mas do esforço do sistema financeiro em contornar limites e regulamentações da AM, expandindo suas atividades por meio da administração de balanço em busca de ampliar seus lucros monetários – ou seja, trata-se de uma estratégia empresarial bancária. Dessa forma, para os estruturalistas “nos períodos de maior demanda, a ampliação do crédito não ocorre pela atuação do banco central, mas apesar dela” (FIOCCA, 2000, p.

---

<sup>23</sup>Por ser um expoente na literatura pós-keynesiana e estar em voga com a eclosão da crise econômica *subprime*, a abordagem de Minsky (1986) merece destaque. O autor considera que a instabilidade financeira se relaciona à importância relativa da receita, balanços e fluxos de caixa em carteira *versus* o nível de endividamento das unidades econômicas e assim desenvolve uma categoria de possíveis posturas financeiras. Nessa classificação, os agentes do tipo *hedge* são os de postura mais conservadora, segundo a qual o fluxo de suas receitas supera o de suas obrigações financeiras. Na postura especulativa, o valor de pagamento da dívida é superior ao valor das receitas esperadas. Já a postura *Ponzi* é considerada o caso extremo da postura especulativa (todo agente *Ponzi* é especulativo, mas o contrário não é válido). Nesse caso, há um alto grau de exposição financeira devido ao fato de se depender do endividamento para o cumprimento das obrigações, pois as receitas esperadas nada custeiam dos compromissos financeiros. Em épocas de prosperidade, os agentes, credores e tomadores de recursos, caminham por contratos de dívida mais arriscados e se expõem às oscilações do mercado, como a variação da taxa de juros para o combate inflacionário, agravando a fragilidade financeira de uma economia.

102). Neste ponto destaca-se a capacidade inovadora<sup>24</sup> das instituições financeiras que, como qualquer outro agente econômico, possuem preferência pela liquidez, de modo que administram seu *portfólio* buscando conciliar a rentabilidade esperada com a precaução frente à incerteza futura. Assim,

A atividade bancária é inovadora e dinâmica na busca de lucros. Os empreendedores bancários buscam ativamente construir suas fortunas ajustando seus ativos e passivos, ou seja, suas linhas de negócio, de modo a aproveitar as oportunidades de lucros percebidas. Este ativismo dos banqueiros afeta não somente o volume e a distribuição das finanças como também o comportamento cíclico dos preços, da renda e do emprego (MINSKY, 1986, p. 225-226).

O terceiro ponto se relaciona imediatamente com a questão de os bancos também possuírem preferência pela liquidez e, dessa forma, administrarem seu *portfólio* comparando a rentabilidade esperada e a liquidez dos ativos. Neste sentido, em um ambiente em que a incerteza é mais intensa, a preferência pela liquidez dos bancos amplia-se e eles podem preferir ativos menos lucrativos, porém mais líquidos, ao passo que, se a incerteza quanto ao futuro é arrefecida, a preferência pela liquidez tende a ser menor e, assim, ativos mais líquidos dão lugar a mais arriscados e rentáveis. Entretanto, destaca-se que a demanda por crédito, seja por ativos menos ou mais arriscados, pode não ser atendida imediatamente pelos bancos, a depender da preferência pela liquidez deles e, também, da própria AM, que pode não utilizar seu papel de prestador geral de última instância, como ilustrou a atuação do BC Americano em setembro de 2008. Dessa forma,

A abordagem ‘estruturalista’ da endogeneidade da oferta de moeda reconhecerá a capacidade do sistema bancário para acomodar aumentos da demanda de crédito e, desse modo, para criar moeda bancária. Mas, coerente com o conceito de preferência pela liquidez, e diferentemente do que sustenta a abordagem ‘horizontalista’, não suporá que a capacidade e o desejo de acomodação pelo sistema bancário seja infundável, nem que atenta plenamente a qualquer nível de demanda por empréstimos (FIOCCA, 2000, p. 103).

Os quarto e quinto pontos se relacionam e referem-se ao reconhecimento de que o sistema bancário é capaz de acomodar a demanda por crédito, criando moeda bancária, mas não se supõe daí que esta capacidade seja infinita nem que os bancos sempre estejam dispostos a atender a demanda por crédito plenamente, como ressaltado acima. Ademais, o BC nesta abordagem não é acomodatório, ou seja, ele possui meios para colocar alguma

---

<sup>24</sup>As inovações financeiras resultam “não apenas da reação destes [bancos] procurando contornar regulamentações e restrições das autoridades monetárias, mas também da busca de recursos de terceiros para financiamento de suas operações ativas, aumentando o grau de alavancagem do banco” (PAULA, 1999, p. 26).

pressão **quantitativa**<sup>25</sup> sobre os movimentos de expansão de moeda no sistema financeiro e pode se recusar a atender bancos que incorram em iliquidez, obrigando-os a recorrer ao mercado interbancário ou a vender seus ativos mais líquidos.

O sexto ponto considera que o BC pode alterar os *portfólios* dos agentes através das operações de mercado aberto, ao alocar mais moeda ou títulos no sistema, mudando a estrutura a termo da taxa de juros. Deste modo, a demanda por moeda passa a ser influenciada pelas operações da AM, uma vez que com elas há alterações na taxa de juros de curto prazo, fazendo com que os agentes demandem mais ou menos moeda conforme menor ou maior o patamar da taxa de juros. Em linha, o último ponto afirma que a taxa de juros de mercado resulta da interação entre as intervenções da política monetária da AM e as condições de mercado, de modo que a curva de oferta de moeda se mostra positivamente inclinada e não horizontal como a abordagem acomodatória afirma.

De uma forma geral, mudanças na oferta monetária podem se dar a partir da política monetária executada pelo BC, seja aumentando ou diminuindo o estoque de moeda através da manipulação da taxa de juros de curto prazo. Entretanto, apesar de se reconhecer o papel regulatório e limitador da AM em relação à liquidez da economia, a política monetária não consegue controlar plenamente a quantidade de moeda ofertada, haja vista a capacidade bancária de criar moeda, processo intensificado pelo desenvolvimento de inovações financeiras, que contribuem para que os bancos contornem as regulamentações impostas pelo BC. Dessa forma o resultado final da política monetária sobre o volume de oferta de crédito resulta “das respostas do sistema bancário às variações nas taxas de rentabilidade de suas diferentes operações ativas” (PAULA, 1998, p. 31-32). Conforme lembra Carvalho, ao se resgatar o caráter endógeno da moeda destacado por Keynes no *TM*,

Essa é a endogenia considerada por Keynes: a política das autoridades pode ser confirmada, atenuada ou contraposta por uma estratégia adversa da parte dos bancos. O banco central pode criar reservas, através do *open-market*, mas os bancos podem utilizá-las de forma contracionista em termos de circulação industrial (e, portanto, em termos da renda monetária da economia) (CARVALHO, 1993, p. 119).

Entretanto, ainda que limitado, ressalta-se que o papel da AM, regulamentando o sistema financeiro, é importante e imprescindível ao bom funcionamento de economias monetárias, já que “o que Keynes parece sugerir (...) é que são necessárias algumas fontes

---

<sup>25</sup>Ademais, observam-se atualmente restrições qualitativas sendo utilizadas pelos *policymakers*, como as medidas macroprudenciais, que, no âmbito geral, objetivam a estabilidade financeira, o controle do risco sistêmico e, por conseguinte, a regulação do ciclo econômico que pode decorrer de crises iniciadas no mercado financeiro (GOUDARD; TERRA, 2013).

identificáveis de disciplina no sistema monetário para gerar confiança na manutenção do seu valor real [da moeda]” (CARVALHO, 1992, p. 110). Portanto, ainda que de maneira limitada, a ação da política monetária nesta perspectiva é fundamental e ela precisa deter um caráter ativo e contra-cíclico.

Deste modo, levando-se em consideração a importância atribuída por Keynes à moeda e à política monetária, a abordagem pós-keynesiana estruturalista da oferta de moeda parece mais condizente com o modo de funcionamento de economias monetárias. Como visto na *TG*, a lógica dos mercados financeiros é calcada no fetiche pela liquidez além de possuir caráter pró-cíclico, em que investimentos especulativos são mais ‘sedutores’ aos produtivos, sendo importante o papel da AM ao atuar neste cenário, buscando tornar mais atrativos os investimentos produtivos em relação aos financeiros.

Neste ponto, a abordagem horizontalista se distancia da essência do argumento de Keynes, primeiramente por não considerar que os bancos, assim como qualquer agente, possuem preferência pela liquidez e, dessa forma, podem não atender completamente e infinitamente a demanda por moeda do público. Além disso, o caráter acomodatório do BC implica uma oferta não controlada de moeda, o que contraria a ideia de Keynes de que a moeda tem que ser escassa para exercer seu papel em economias empresariais. Ademais, essa abordagem concebe a função de emprestador de última instância da AM como sendo praticamente sempre posta em ação, ou seja, recorrentemente o BC fornece aos bancos a liquidez que demandam. Entretanto, não se supõe que qualquer falta de liquidez bancária seja uma ameaça ao sistema econômico de tal grau que necessite da ação da AM, uma vez que,

Mesmo que não haja meios de avaliar *a priori* quais situações podem evoluir para um colapso das instituições bancárias, a experiência histórica mostra haver uma sensível elasticidade do sistema bancário que permite a bancos e intermediários financeiros se acomodar a graus diferentes de pressão de liquidez da parte do banco central. (...) Como se sabe, as variações das taxas de juros são ameaças muito mais importantes para as instituições bancárias e financeiras que a simples escassez de recursos líquidos. (...) Em suma, no modelo horizontalista desaparece a política monetária, e não apenas a política dita monetarista (CARVALHO, 1993, p. 117).

Assim, pela abordagem estruturalista da oferta de moeda atribui-se papel fundamental à política monetária, ainda que ela encontre limitações em influenciar plenamente a quantidade de moeda na economia. Para o comportamento bancário e, por conseguinte, para a dinâmica de *finance* ao investimento e de empréstimo para o consumo e para o próprio Governo, as restrições quantitativas e qualitativas importam, a expansão e a contração de liquidez idem, bem como a taxa de juros, de forma que a política monetária é relevante para

que se tenha uma dinâmica profícua no sistema econômico. Deste modo, a próxima seção apresenta os avanços teóricos dos autores pós-keynesianos acerca do papel da política monetária em economias monetárias.

### 2.3 A POLÍTICA MONETÁRIA PARA OS PÓS-KEYNESIANOS

No capítulo 24 da *TG*, Keynes (1985) afirmou que as economias capitalistas falham por não alcançarem um nível aceitável de distribuição de renda e por não serem capazes de atingir e de sustentar o pleno emprego. Portanto, são necessárias políticas econômicas cujos instrumentos sejam capazes de administrar a demanda efetiva, de modo a direcionar o nível de investimento para um ponto próximo ao pleno emprego. Carvalho (1992) aponta três formas de intervenção estatal para lidar com as dificuldades geradas numa economia empresarial, quais sejam: a emissão de sinais claros aos agentes, de modo a incentivá-los a agir com mais confiança e segurança, sobretudo num ambiente em que a incerteza é inerente e em que é possível que se formem expectativas autorrealizáveis, de forma que se os “agentes acreditam que determinado contexto futuro ocorrerá, então, tomam decisões consistentes com suas expectativas, que terminam por ser validadas pela realidade – dado que os agentes agiram para construir aquele cenário esperado” (SICSÚ, 1997a, p. 96); a criação de redes de segurança para conter os danos quando as falhas de mercado ocorrerem; e, a transformação do ambiente com o aumento de transparência dos constrangimentos estruturais que atuam tanto sobre a economia quanto nas relações entre os agentes. Tem-se que o primeiro ponto se refere principalmente à gestão e aumento da eficiência das estruturas existentes, ao passo que o segundo e o terceiro referem-se às reformas e alterações nessas estruturas para procedimentos mais racionais, “que podem resolver os males do funcionamento do capitalismo desregulado” (CARVALHO, 1992, p. 208).

Em economias empresariais, o caráter intervencionista do Estado sugerido por Keynes (1985) é praticamente um princípio norteador, sendo que a política econômica apresenta um caráter reformista. Ela não pretende revolucionar o capitalismo para outro sistema social, mas revolucioná-lo por dentro, resolvendo seus males - má distribuição de renda e desemprego involuntário - ao mesmo tempo em que garante a liberdade individual. Nas palavras, de Minsky, “Keynes escolheu o capitalismo, embora não sem dúvidas quanto às suas virtudes, e com a condição de que reformas significativas devem ser realizadas” (1975, p. 149).

Para tanto, o caminho reformista envolve, por um lado, como destacam Ferrari Filho e Conceição (2001), a construção de um ambiente institucional propício ao investimento. Por

outro lado, como destaca Keynes (1985), a política econômica deve ser ativa. Dessa forma, o desenho das políticas econômicas deve seguir alguns princípios: as instituições devem ser criadas para assegurar a coordenação mais eficaz e permanente dos agentes, gerando oportunidades para que eles desenvolvam estratégias coerentes; um conjunto de instrumentos deve ser desenvolvido, com atenção especial ao momento em que são operacionalizados; e, políticas específicas devem ser escolhidas não de maneira isolada, mas como parte de um plano mais geral destinado a orientar a economia, ou seja, a ação do Estado deve contemplar a coordenação entre as políticas e os instrumentos a serem utilizados (CARVALHO, 1992).

Neste sentido, como política econômica geral busca-se a obtenção de níveis próximos ao pleno emprego, ou seja, a política keynesiana procura implementar políticas econômicas “que objetivam aumentar, em algum grau, a demanda agregada, de modo a criar um ambiente estável que estimule os empresários a efetuarem novos investimentos” (PAULA, 2008, p. 4). Para tanto, faz-se o uso de alguns instrumentos, quais sejam, a política fiscal, monetária, cambial e de renda<sup>26</sup>, sendo suas metas e objetivos específicos coordenados, de maneira que uma política auxilie a obtenção do resultado de outra, ao invés de agir de forma subsumida ou superposta. Em outras palavras, “tão importante quanto a definição de instrumentos específicos de política monetária e/ou fiscal seria a necessidade de coordenação entre tais políticas” (LIBÂNIO, 2000, p. 73).

Dado o recorte específico desta dissertação, destaca-se o papel da política monetária. Para Carvalho (1992), tal política deve ser capaz de isolar os movimentos na demanda por moeda decorrentes da incerteza quanto ao comportamento da taxa de juros, de modo a não gerar efeitos imediatos na demanda sobre os bens de investimento e, conseqüentemente, no nível de demanda agregada. Assim, a política monetária pós-keynesiana visa a transformação da moeda-ativo, reserva de valor, em moeda meio de troca, agindo assim de modo a “induzir a viagem da moeda da circulação financeira para a circulação industrial” (CARVALHO *et al.*, 2007, p. 95). Em outras palavras, a política monetária pós-keynesiana visa induzir os agentes a tomarem decisões consistentes com determinados objetivos relacionados ao uso da liquidez disponível, ou seja, ela deve tentar provocar mudanças dos preços relativos dos diversos ativos da economia, induzindo assim, as decisões de *portfólio* dos agentes, de modo a atingir as variáveis reais da economia.

---

<sup>26</sup>A política fiscal contempla três objetivos simultâneos, são eles: organizar os assuntos relacionados ao Estado; regular a demanda agregada e promover a distribuição de renda. Para Keynes e os pós-keynesianos esta política é um instrumento crucial para a obtenção de mudanças sociais. No que toca a política de rendas, as referidas perspectivas apreendem que os salários são o principal componente dos preços monetários, de modo que regular a formação dos salários é importante para se evitar inflação de custos (CARVALHO, 1992).

Por sua vez, Libânio (2004) argumenta que num contexto de moeda criada endogenamente, a política monetária controla parcialmente a oferta monetária, através da manipulação da taxa de juros. Entretanto, destacam-se mecanismos indiretos de atuação da AM, já que as políticas por ela adotadas influenciam o estado de expectativas dos agentes, podendo assim afetar tanto a demanda quanto a oferta de moeda, através dos efeitos sobre a preferência pela liquidez do público, bem como dos bancos criadores de moeda. Assim, “em economias contemporâneas, a influência do banco central depende fundamentalmente de sua capacidade de afetar as expectativas dos agentes privados, e cada vez menos em sua capacidade de afetar diretamente a oferta de moeda” (LIBÂNIO, 2004, p. 9).

Arestis e Sawyer (2002) argumentam que a política monetária é necessária tanto para garantir a estabilidade e a liquidez no sistema financeiro, quanto para administrar a taxa de juros num patamar que estimule a demanda agregada, elevando o nível de emprego e produto da economia. Em complemento, Arestis (2006) afirma que os principais objetivos da política monetária em Keynes consistem tanto no nível de produção da economia quanto na estabilidade de preços, sendo que não há hierarquia entre estes objetivos.

Destaca-se também a importância da política monetária através da regulação do sistema financeiro, que, como apontado por Arestis (2005) pode gerar efeitos positivos sobre a eficiência e a estabilidade econômicas, sobretudo, através de restrições relacionadas à taxa de juros e à disponibilidade de empréstimos. Ademais, de acordo com Palley (2006) um dos objetivos da política monetária consiste na regulação quantitativa dos balanços dos intermediários financeiros, entendendo-se necessária a regulação do sistema financeiro, por meio da política monetária, por duas razões, um tanto quanto ambíguas. Por um lado, positivamente, destaca-se a importância estratégica do setor financeiro nas economias empresariais modernas, sendo capaz de criar moeda endogenamente e induzir o *finance*. Por outro lado, o negativo, o sistema financeiro possui caráter pró-cíclico em suas operações e certa fragilidade constitutiva, uma vez que lida com promessas de circulação futura de riqueza num ambiente que é essencialmente incerto, além de desenvolver constantemente meios para burlar limites e regulamentações impostos pela AM, de modo a obter mais lucratividade em suas operações. Deste modo, “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” (CARVALHO, 1994, p. 56).

Pode-se sintetizar, grosso modo, o papel da política monetária em economias empresariais a partir dos seguintes pontos: a) a política monetária busca influenciar a taxa de

juros objetivando impactar os níveis de investimentos, através dos efeitos sobre os *portfólios* dos agentes; b) a política monetária deve acomodar demandas transacionais por moeda, além de evitar que mudanças na preferência pela liquidez dos agentes influenciem o preço dos ativos capital; c) a política monetária pode ter efeitos positivos sobre a renda e o emprego ao afetar o valor dos ativos e a solvência das firmas e instituições financeiras; d) a política monetária age indiretamente sinalizando aos agentes privados o caminho futuro das taxas de juros, reduzindo incertezas e desestimulando a demanda especulativa por moeda (LIBÂNIO, 2000).

Assim, a política monetária tem uma função estabilizadora importante na economia, sinalizando aos agentes o que a AM adotará como taxa de juros ao longo do tempo, além de ter como objetivos a estabilidade do nível de preços, estabilidade financeira e a busca do pleno emprego, utilizando assim uma taxa de juros que facilite o investimento produtivo em relação ao financeiro. “Em suma, para Keynes e os pós-keynesianos a política monetária é capaz de realizar duas importantes tarefas: combater a inflação e reduzir o desemprego” (SICSÚ, 1997b, p. 7), ou seja, o perfil da intervenção econômica da AM é contra-cíclico, a fim de auxiliar na estabilização automática do sistema econômico.

Deste modo, ressaltam-se três principais objetivos da política monetária em economias empresariais: a busca do pleno emprego, a regulação para a estabilidade do sistema financeiro, e a estabilidade do nível de preços. Tendo em vista tais objetivos e o cenário de atuação da política monetária, além do fato de ela dever ser compatível e coordenada com as demais políticas econômicas, vale destacar o que estes autores entendem como causas do aumento do nível de preços, para, então, elencar os instrumentos que a AM dispõe para alcançar estes objetivos, além da institucionalidade que a cerca.

### 2.3.1 Causas da variação do nível de preços

Arestis e Sawyer (2003) apontam que a inflação não tem como causa única variações dos componentes da demanda, mas conta também com fatores relacionados à oferta, ao conflito distributivo e aos custos de produção, que são importantes na explicação do aumento do nível de preços. Isso marca uma anteposição à doutrina (neo) clássica<sup>27</sup>, para a qual a

---

<sup>27</sup>Em especial, a fronteira do pensamento ortodoxo é a base do regime de metas de inflação, que é o regime de política monetária de diversos países desde o início da década de 1990. Este regime é baseado nos pressupostos do chamado Novo Consenso Macroeconômico, e tem como objetivo principal a busca pela estabilidade de preços na economia, que deve ser perseguida pela AM, dispondo do manejo da taxa de juros como instrumento por excelência de exercício da política monetária. A partir dos pressupostos que dão sustentação ao regime, a



inflação – exceto choques de oferta temporários, tal qual problemas de desastres naturais, ou *overshooting* cambiais – decorre de excesso de demanda, mormente decorrentes de políticas monetárias expansionistas.

Para os pós-keynesianos, a inflação é um fenômeno causado por múltiplos fatores, sendo que para cada tipo de inflação deve-se utilizar um instrumento anti-inflacionário específico. Deste modo, “o método pós-keynesiano é o de *busca das causas* (identificação das pressões de origem) para construir uma *agenda-positiva* de controle da inflação” (SICSÚ, 2003, p. 7, grifo do autor). Segundo a tipologia desenvolvida por Davidson (1994), elencam-se abaixo as principais causas<sup>28</sup> do aumento do nível de preços.

O primeiro tipo de inflação corresponde à de salários, resultante das negociações entre trabalhadores e empresários, de modo que, um aumento dos salários nominais, tudo o mais constante, causará inflação. Geralmente este tipo de inflação é mais eminente quando o hiato do emprego é menor, já que nessa situação os trabalhadores obtêm com mais facilidade ganhos salariais decorrentes de suas negociações, e, com isso, os empresários repassam esta elevação de custos para os preços dos produtos ofertados, a bem de manterem suas margens de lucro. Entretanto, um aumento salarial não causará inflação se for compensado por ganhos de produtividade, que dependem de políticas de desenvolvimento tecnológico e de qualificação profissional.

O segundo tipo de inflação refere-se ao grau de monopólio empresarial, denominada inflação de lucros ou *mark-up*. Ela é observada quando os empresários percebem que a demanda em seus mercados possui elasticidade favorável ao aumento de suas margens de lucro e, dessa forma, elevam o preço de seus produtos. Dessa forma, “o potencial da inflação de lucros depende diretamente do grau de monopólio da economia” (SICSÚ, 2003, p. 9).

O terceiro tipo corresponde à inflação de retornos decrescentes. Sua causa é a demanda por trabalhadores menos qualificados num momento em que a firma necessita de mão-de-obra. Logo, este tipo de inflação assume importância em momentos em que o hiato do emprego é baixo, situação próxima ao nível de pleno emprego. Assim, numa situação em que o hiato do emprego é muito baixo são contratados trabalhadores menos qualificados, que utilizam o capital de maneira menos eficiente, gerando menos produtividade, sendo que as firmas não possuem métodos para se precaverem da escassez de mão-de-obra qualificada. Em complemento, Eichner (1976) aponta que em setores em que o grau de monopólio não seja tão

---

moeda é neutra no longo prazo e, dessa forma a política monetária é ineficiente para afetar variáveis reais. Deste modo, diagnostica-se o aumento do nível de preços como decorrência de choques de demanda.

<sup>28</sup>A apresentação das causas da inflação não segue uma ordem hierárquica de importância.

alto este tipo de inflação também pode ser iminente, visto que não trabalham com capacidade ociosa planejada, nem com múltiplas plantas, como é o caso dos setores oligopolizados.

O quarto tipo é a inflação importada e ocorre quando a trajetória de preços no exterior influencia os preços domésticos, sendo dependente da variação do nível de preços internacional e/ou da taxa de câmbio. Pode-se afirmar que quanto maior o grau de abertura da economia, maior tende a ser a inflação importada potencial, já que mais produtos podem ser adquiridos do exterior em relação ao total dos adquiridos por residentes, sejam bens de consumo, de capital ou insumos. Neste sentido, caso haja expansão dos preços dos produtos ou insumos importados, com a taxa de câmbio constante, há aumento dos preços domésticos. De maneira similar, caso os preços no exterior se mantenham, mas a taxa de câmbio sofra uma desvalorização, há pressões inflacionárias. O hiato do emprego e o grau de monopólio da economia também podem explicar o potencial da inflação importada, já que uma elevação de preço dos produtos importados representa um custo adicional para as empresas domésticas que utilizam ou comercializam tais produtos, sendo estes custos “mais facilmente repassados aos preços quando o hiato do emprego é baixo ou quando o grau de monopólio (do setor atingido pelo problema externo) é elevado” (SICSÚ, 2003, p. 11).

O quinto tipo relaciona-se à inflação *spot* ou de preços de *commodities*. Neste caso, a inflação decorre de repentinas e não antecipadas mudanças na demanda ou oferta disponíveis dos produtos a serem entregues imediatamente, provocando elevação dos custos, que podem ser exemplificados pelos choques de safras agrícolas. Os sexto e sétimo tipos de inflação referem-se à inflação, respectivamente, de impostos, que compreende o fato de as alterações nas alíquotas de impostos tenderem a ser repassadas ao preço final dos produtos e, por fim, de demanda, que ocorre quando excessos de demanda provocam inflação. Sicsú (2003) aponta que o potencial de inflação de demanda tende a se elevar quando o hiato do emprego é zero, ou seja, numa situação de pleno emprego, em que a economia encontra-se aquecida.

Vê-se assim que as pressões inflacionárias se relacionam principalmente aos fatores do lado da oferta da economia, já que dos sete tipos de inflação listados por Davidson (1994) e Sicsú (2003), apenas um decorre de variáveis relacionadas à demanda. A proposição pós-keynesiana é que para o combate de cada tipo de inflação existe um instrumento anti-inflacionário específico, que busca minar as causas do aumento do nível de preços. Estes instrumentos podem estar relacionados à política da AM, mas não necessariamente são meios monetários de combate à inflação. Neste sentido, Sicsú (2003) apresenta as políticas anti-inflacionárias direcionadas a cada tipo de inflação elencada acima. Para a inflação de salários e de lucros há a chamada *Tax-based Incomes Policy* (TIP), desenvolvida por Weintraub e

Wallich (1978) e recomendada pelos pós-keynesianos. Para a TIP aumentos salariais ou de lucros acima das possibilidades proporcionadas pelos ganhos de produtividade são prejudiciais à sociedade. Assim, sugere-se o pagamento de impostos que incidam sobre as grandes empresas que concedem aumentos salariais ou de suas margens de lucro acima dos aumentos de produtividade, de modo a punir estas empresas pelos prejuízos inflacionários causados a sociedade.

Por sua vez, a inflação de rendimentos decrescentes também gera um custo à sociedade, numa situação de crescimento em que não haja programas permanentes de qualificação dos trabalhadores e de desenvolvimento tecnológico. Assim, “no curto prazo, essa inflação não tem como ser evitada. Mas, no longo prazo, deve ser eliminada, se políticas adequadas estão sendo implementadas” (SICSÚ, 2003, p. 15), sendo estas políticas relacionadas à formação e qualificação da mão-de-obra.

Sobre a inflação de impostos, ela deve ser evitada pelo próprio Governo, reduzindo os impostos, se possível, de empresas que tiveram seus custos aumentados, para que mantenham suas margens de lucros e não haja repasse direto aos preços. Já a inflação importada pode ser combatida via políticas cambiais, tributárias e monetárias, sendo todas complementares. Entretanto, para uma menor sensibilidade inflacionária no longo prazo, os pós-keynesianos sugerem a adoção de políticas industriais de incentivo à exportação e à produção nacional de produtos importados, tornando a economia mais autônoma em relação ao exterior.

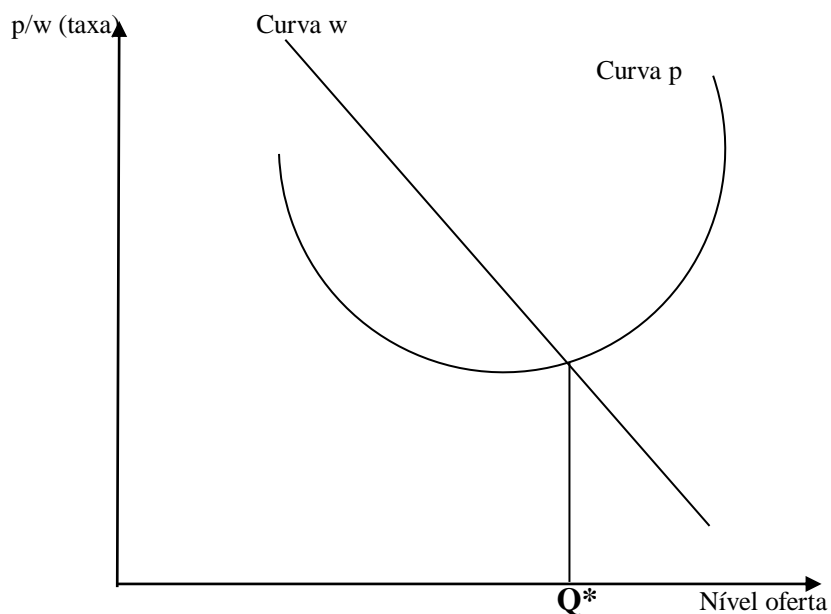
A inflação *spot* ou de *commodities* ocorre de maneira repentina, como no aumento da demanda ou redução da oferta de algum produto, mas pode ser facilmente evitada “se existe alguma instituição que não está orientada pelo auto-interesse, e que manterá um estoque de proteção (*buffer stock*) para prevenir variações imprevistas que induzem amplas variações do preço *spot*” (DAVIDSON, 1994, p. 158). Dessa forma, seria possível controlar a oferta e a demanda destes produtos de modo a evitar as variações repentinas de seus preços. Por fim, no tocante à inflação de demanda, há a sugestão de que as medidas de expansão econômica sejam relaxadas antes que o pleno emprego seja atingido, mantendo a economia num *quase-boom*, como apontado por Keynes (1985). Caso ocorra este tipo de inflação, deve-se utilizar políticas contracionistas, como a redução dos gastos governamentais, além de que a elevação da taxa de juros também é viável, visto que contribui para o esfriamento da demanda.

Arestis e Sawyer (2013) compreendem o processo inflacionário a partir de uma perspectiva estruturalista, concebendo a política denominada *Constant Inflation Level of Output* (CILO) como anti-inflacionária. A abordagem destes autores parte do pressuposto de que o lado da oferta da economia funciona com certo grau de monopólio, ou seja, num

ambiente de concorrência imperfeita, em que as empresas tomam suas decisões de preços, oferta de produtos e/ou serviços e oferta de emprego a partir das condições de demanda que enfrentam, além de sua própria capacidade produtiva e, por outro lado, os salários são determinados a partir das negociações existentes entre empresários e trabalhadores. Assim, “da interação das determinações de preços e salários é derivada uma forma de equilíbrio do lado da oferta que é denominado CILO (*constant inflation level of output*), que é vista como uma barreira contra a inflação” (SAWYER, 2007, p. 3).

A partir destas considerações os autores explicitam o comportamento do lado da oferta da economia com base na Figura 1, exposta abaixo. Nela, a curva  $p$  representa as condicionantes do nível de preços, destacando a relação salarial e do nível de produção derivados do comportamento das empresas, que alteram seus preços a partir de um *mark-up* sobre os salários e demais custos de produção. A curva  $w$  refere-se à determinação dos salários. A curva  $p$  sofre modificações a partir das mudanças nas margens de lucro das empresas e alterações nos preços e estoques dos equipamentos de capital, enquanto a curva  $w$  se modifica em decorrência das negociações entre trabalhadores e empregadores. Assim, o ponto  $Q^*$  representa a interseção entre as curvas  $p$  e  $w$ , indicando o nível de oferta da economia com nível constante de inflação (CILO).

**Figura 1: Derivação da CILO (*Constant Inflation Level of Output*)**



Fonte: Elaboração própria com base em Arestis e Sawyer (2013, p. 17).

O primeiro resultado da CILO refere-se ao fato de que a interação entre preços e salários na determinação de preços deixa de ligar-se estritamente às características do mercado de trabalho, passando a dar ênfase à capacidade produtiva das firmas, logo, “a barreira inflacionária é percebida em termos de restrições de capacidade, ao invés das instituições do mercado de trabalho” (ARESTIS; SAWYER, 2013, p. 7). Ademais, não se presume que a barreira inflacionária corresponda a um nível desejável de emprego, nem que refira-se a um nível de equilíbrio do lado da oferta atrativo a toda a dinâmica econômica. Na verdade, a posição da barreira inflacionária varia com o decorrer do tempo e depende, sobretudo, do nível de investimento realizado em bens de capital. Isto implica, por exemplo, em aumento da capacidade produtiva das empresas ao longo do tempo, o que contribui para que o aumento da produção não redunde em aumento do nível de preços. Para além,

Uma parte importante da política de inflação está em garantir que a barreira da inflação seja compatível com um elevado nível de emprego, tal que a economia possa operar (através de medidas de demanda agregada) em um alto nível de atividade econômica sem gerar pressões inflacionárias domésticas. Em outras palavras, ao lado da gestão de políticas de demanda deve haver políticas do lado da oferta para garantir que haja capacidade produtiva, em termos de quantidade, qualidade e distribuição geográfica, que seja compatível com o pleno emprego (ARESTIS; SAWYER, 2013, p. 7).

Dessa forma, a política recomendada pelos autores para conter o processo inflacionário seria garantir que o nível CILO fosse correspondente ao pleno emprego e, ao mesmo tempo, que as políticas fiscais e monetárias fossem utilizadas para direcionar a economia a este ponto. Assim, veem necessárias políticas tanto do lado da oferta, criando condições para o aumento da capacidade produtiva das empresas, quanto do lado da demanda, com ênfase no nível de produto e emprego da economia.

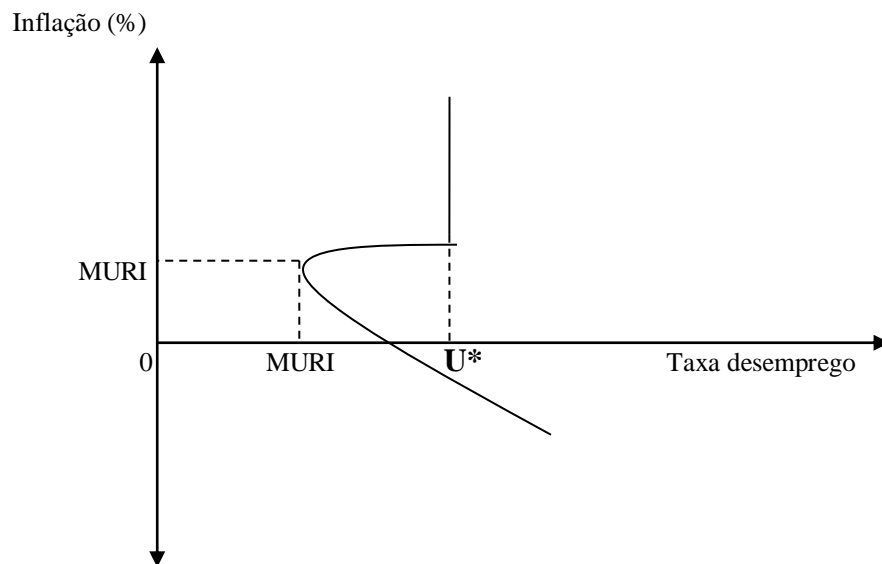
Para Palley (2011), o BC deve manter uma meta de inflação que garanta a taxa mínima de desemprego na economia, ou seja, uma taxa de inflação que minimize o desemprego. Esta política refere-se ao modelo *Minimum Unemployment Rate of Inflation* (MURI) desenvolvido pelo autor, em que se observa o nível de inflação como um mecanismo de ajuste capaz de minimizar o desemprego, no sentido de que caso a inflação observada esteja abaixo do nível MURI, um aumento da inflação diminuirá a taxa de desemprego, como pode ser observado na figura 2 abaixo<sup>29</sup>. A explicação do autor é pautada na incorporação incompleta das expectativas de inflação nos salários nominais, no sentido de que os trabalhadores de setores

---

<sup>29</sup>Destaca-se que a política MURI é conhecida como a inclinação para trás da Curva de Phillips, que expõe o *trade-off* existente entre nível de inflação e de desemprego.

que apresentam desemprego estão dispostos a aceitar reduções reais de seus salários para que haja aumento do emprego, desde que as diminuições não sejam muito bruscas. No entanto, eles resistem a reduções muito rápidas, causadas por alta inflação, sendo essa resistência a explicação para que haja a curvatura para trás na figura 2. Assim, a AM deve definir o nível de inflação que minimize a taxa de desemprego como sua inflação alvo e gerir seus instrumentos para alcançar essa meta. Neste sentido, para Palley (2011) as metas inserem-se num quadro político que reitera a responsabilidade da AM com o desempenho da economia, mantendo a taxa de desemprego próxima ao mínimo e, logo, não tendo apenas a estabilidade do nível de preços como objetivo.

**Figura 2: Derivação da MURI (*Minimum Unemployment Rate of Inflation*)**



Fonte: Elaboração própria com base em Palley (2011, p.16).

Portanto, para os pós-keynesianos a inflação é explicada por múltiplos fatores, sendo necessários instrumentos monetários e não monetários para o combate dos vários tipos de inflação. Deste modo, busca-se, a seguir, analisar quais os instrumentos de política monetária a AM possui para alcançar seus objetivos, reitera-se, a busca do pleno emprego, as estabilidades de preços e financeira.

### **2.3.2 Instrumentos e mecanismos de transmissão da política monetária**

Dados os objetivos da política monetária, a AM conta com os seguintes instrumentos para exercê-la: as reservas bancárias compulsórias, as operações de redesconto, as operações

de mercado aberto e a regulamentação do sistema financeiro. Vale destacar, como apontado por Arestis (2005), a importância dos instrumentos de regulação do sistema financeiro como parte da política da AM, uma vez que a liberalização financeira pode acarretar forte instabilidade, sendo assim, necessários instrumentos e mecanismos capazes de regular e limitar as operações no setor financeiro.

Tanto as operações de redesconto quanto as de mercado aberto foram explicitadas no primeiro capítulo, restando aqui a explicação da fixação de reservas bancárias, também denominadas recolhimento compulsório, e os instrumentos de regulamentação financeira. Estas reservas consistem em depósitos que as instituições financeiras são obrigadas a manter no BC – principalmente as instituições criadoras de moeda. Este instrumento de política monetária afeta quantitativamente a capacidade bancária de oferecer crédito e ajuda o BC a alcançar a taxa de juros que ele estipula. Carvalho *et al.* (2007) aponta as principais funções do recolhimento compulsório, quais sejam, o fornecimento de liquidez ao sistema bancário, fazendo diminuir a ocorrência de pânico financeiro; o controle do crédito, através da influência das condições em que ele é concedido; e, a estabilização da demanda por reservas bancárias, já que se torna mais fácil e estável o gerenciamento de liquidez por parte de cada banco.

Em complemento, Palley (2006) enfatiza a necessidade de instrumentos de política monetária adicionais, capazes de arrefecer a instabilidade financeira, sobretudo num contexto de oferta de moeda endógena. Estes instrumentos compreendem características relacionadas à regulação do sistema financeiro, denominados pelo autor como *Asset Based Reserve Requirements* (ABRR). Com este instrumento, todas as instituições financeiras deveriam ser obrigadas a manter reservas no BC relacionadas a todos os ativos que possuem, sendo a taxa de exigência das reservas ajustável de acordo com a AM.

As vantagens da introdução deste instrumento de regulação referem-se, em primeiro lugar, ao raio de manobra proporcionado à AM em encorajar ou desencorajar o investimento em determinadas categorias de ativos, visto que a taxa de exigência de reservas varia de acordo com cada categoria de ativos existente e de acordo com a determinação do BC: “com efeito, a autoridade monetária ganharia  $n-1$  instrumentos de política adicionais, onde  $n$  é o número de classes de ativos” (PALLEY, 2006, p. 94). Em segundo lugar, o ABRR pode ser utilizado para promover os fluxos de fundos de áreas consideradas socialmente úteis, podendo assim, favorecer a classe de ativos mais produtivos. Em terceiro lugar, este instrumento carrega um perfil anticíclico, capaz de funcionar como um estabilizador automático do ciclo econômico. Assim,

Quando o preço dos ativos e a oferta de crédito bancário estão em *boom*, aumenta-se a demanda por reservas, que geram automaticamente um aperto monetário. Analogamente, quando os preços dos ativos e os empréstimos estão em queda, este automaticamente libera reservas e contribui para a expansão monetária (PALLEY, 2006, p. 95).

Portanto, para os pós-keynesianos a AM dispõe de quatro instrumentos de política monetária para alcançar seus objetivos, referentes às reservas bancárias compulsórias, às operações de redesconto, às operações de mercado aberto e à regulamentação do sistema financeiro. Assim como em Keynes (1985), os pós-keynesianos destacam a eficácia maior das operações de mercado aberto como instrumento de política monetária ao orientarem a taxa de juros de longo prazo por meio de manipulações da taxa de juros de curto prazo. Neste sentido, ao se tratar dos canais de transmissão da política monetária pós-keynesiana, destaca-se a estrutura das taxas de retorno – preço relativo dos ativos - que induzem a composição de carteira de ativos dos agentes. Nas palavras de Carvalho,

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 (1994, p. 59).

A alteração do *portfólio* dos agentes em decorrência de uma alteração na taxa de juros de curto prazo através das operações de mercado aberto é entendida a partir da consideração da existência de uma estrutura a termo da taxa de juros, ou seja, uma curva de rendimentos captando taxas de juros de diferentes riscos ao longo de diversas maturidades. Neste sentido, se a AM altera a taxa de juros de curto prazo, ela busca impactar a curva de rendimentos da economia, influenciando, assim, a taxa de juros de longo prazo, o mais relevante custo de oportunidade ao investimento produtivo.

Não obstante, há ainda outros canais de transmissão da política monetária sobre a dinâmica econômica, que agem através da oferta de crédito na economia, das expectativas dos agentes, do valor dos ativos e da taxa de câmbio. A AM, ao alterar as reservas bancárias, induz os bancos a substituírem suas reservas por empréstimos ou a recomponem suas reservas, a depender da orientação expansionista ou contracionista, respectivamente, da política monetária. Isto significa que os pós-keynesianos reconhecem a possibilidade de racionamento do crédito em decorrência de as instituições financeiras criadoras de moeda possuírem maior preferência pela liquidez, ou seja, pode ocorrer uma situação na qual haja diminuição das



reservas, e, assim, os bancos diminuem a oferta de crédito mesmo que as taxas de juros não se alterem ou que o perfil de riscos dos agentes permanecesse o mesmo (CARVALHO, 2005). Quanto ao canal das expectativas, ele se relaciona ao motivo especulativo da demanda de moeda, uma vez que as expectativas dos agentes podem alterar sua preferência pela liquidez, levando a mudanças na oferta de moeda, além do fato de que as expectativas inflacionárias atuam sobre o processo de formação de preços tanto diretamente, relacionado à incorporação no nível salarial, quanto indiretamente, ao relacionar-se à taxa de juros esperada (BIBOW, 2005).

O canal de transmissão referente ao valor dos ativos é o do efeito riqueza e diz respeito ao impacto das variações da taxa de juros sobre a riqueza financeira dos agentes. Deste modo, caso a AM atue aumentando a taxa de juros há elevação das taxas de desconto que trazem o fluxo de caixa dos ativos a seu valor presente que, por sua vez, reduz o valor dos ativos financeiros. Por outro lado, caso a AM diminua a taxa de juros, o valor dos ativos financeiros aumenta, o que lhes proporciona maior riqueza financeira, o que pode ser levado ao maior nível de consumo e, conseqüentemente, maior demanda agregada<sup>30</sup>. O efeito riqueza pode ser observado não apenas em decorrência das alterações da taxa de juros por parte da AM, mas também em resposta de alterações do nível de preços. Como exemplo:

O ajuste via efeito riqueza, se processaria da seguinte maneira: numa dada situação de equilíbrio com excesso de mão-de-obra, os trabalhadores aceitariam uma redução em suas remunerações nominais, o que provocaria uma redução proporcional no nível de preços. Essa queda provocaria uma expansão da oferta de moeda em termos reais, para dada oferta nominal de moeda, aumentando a riqueza dos detentores de moeda, o que, por sua vez, estimularia o consumo. Com o aumento deste, verificar-se-ia uma elevação, por meio do efeito multiplicador, do nível de produto e do emprego até que o excesso de trabalho fosse eliminado (BUSATO; PINTO, 2008, p. 131-132).

Já o canal do câmbio transmite os impulsos monetários através de alterações nas exportações líquidas e dos preços dos bens comercializáveis. Primeiramente, uma alteração da taxa de juros, *coeteris paribus*, faz com que o diferencial de juros interno em relação ao externo se altere, mudando assim as oportunidades de ganhos através dos ativos domésticos, o que influencia a taxa de câmbio, importante variável na determinação das exportações líquidas. Em segundo lugar, as alterações nos preços dos bens comercializáveis influenciam diretamente a dinâmica inflacionária, uma vez que uma elevação da taxa de juros, por

---

<sup>30</sup>Vale destacar que o efeito riqueza apresentado acima diferencia-se do chamado efeito Keynes. Este concebe que uma deflação provoca uma redução da renda nominal, diminuindo a demanda nominal de moeda para fins transacionais, levando à redução da taxa de juros, que, por sua vez, estimula o investimento (BUSATO; PINTO, 2008).

exemplo, tende a apreciar a taxa de câmbio nominal, tornando os preços desses bens mais baratos em moeda doméstica (BARBOZA, 2012).

Entretanto, estes canais são indiretos, já que dependem da percepção, expectativas e incerteza dos agentes, bem como da avaliação acerca da estrutura normal de retorno – taxa normal de juros, como apontado na *TG*. Assim, “a eficácia da política monetária não depende exclusivamente da utilização dos seus instrumentos, mas é função, fundamentalmente, das avaliações sobre contextos futuros feitos pelos agentes econômicos” (SICSÚ, 1997a, p. 102). Esta afirmação, contudo, não redundaria em ineficácia ou impotência da política monetária, já que ela afeta “não apenas a produção corrente, mas também as decisões de investimento e, portanto, as possibilidades reais da economia mesmo no longo termo” (CARVALHO, 2005, p. 327).

### **2.3.3 Funções e institucionalidade acerca da AM**

Na perspectiva pós-keynesiana a AM possui funções específicas, relacionadas ao papel da política monetária no sistema econômico, à emissão de papel-moeda, ao controle da liquidez da economia, ao papel de prestador de última instância, além de regulador do sistema financeiro. Como dito no primeiro capítulo, a política monetária é executada pela AM ao administrar os ativos e passivos contemplados em seu balancete.

A AM é autorizada legalmente a emitir papel-moeda na economia. Entretanto, em economias empresariais, sobretudo modernas, a oferta de moeda é endógena, pois é criada pelas instituições financeiras criadoras de depósitos à vista. Mas, considerando a endogeneidade estrutural da oferta de moeda, sabe-se que o BC apresenta certo grau de controle e limitação da oferta de moeda bancária. Deste modo, admite-se que a moeda, mesmo endogenamente criada, passa por alguma forma de controle da AM. Destaca-se ainda a importância desta função na garantia da estabilidade e segurança que a moeda representa aos agentes, uma vez que sua oferta não é totalmente elástica, garantindo assim suas peculiares propriedades, relacionadas às elasticidades de produção e substituição negligenciáveis. A função de controlar a liquidez da economia relaciona-se com a abordagem acima desenvolvida, visto que o BC consegue limitar a criação de moeda bancária ao utilizar seus instrumentos de política monetária, como no caso da manipulação da alíquota do recolhimento compulsório, de modo a garantir também a estabilidade do valor da moeda.

As duas últimas funções do BC - prestador de última instância e regulador do sistema financeiro - são relacionadas e se referem à preocupação da AM em zelar pela saúde

do sistema financeiro, emprestando recursos quando alguma instituição se encontra ilíquida, o que pode gerar efeitos negativos à liquidez de toda a economia. Além disso, como reguladora<sup>31</sup> do sistema financeiro bancário e não bancário, o BC impõe – e fiscaliza – limites a determinadas operações das instituições financeiras, com o principal objetivo de se evitarem crises financeiras sistêmicas.

Vê-se assim que a AM não tem a função única de estabilizar o valor da moeda, mas contempla outros objetivos. Destaca-se que nesta abordagem é aceitável certo grau de arbítrio da AM ao utilizar de seus instrumentos para realizar política monetária. Isto, pois, a incerteza quanto ao futuro somada à necessidade de se adequar a política econômica a situações específicas, exigem dos gestores de política alguma capacidade de mudança e adaptação, o que não é conseguido quando a AM age por meio de regras específicas e definidas, como sugere o arcabouço do regime de metas de inflação. Ademais, não seria conferida credibilidade a uma política que, destinada a certa conjuntura, se mantém quando a situação já é diferente, “assim sendo, seria desejável a manutenção de um certo grau de discreção, necessário para fazer frente a situações novas e imprevistas no futuro” (LIBÂNIO, 2004, p. 12).

O grau de discricionariedade da AM não é sinônimo de falta de transparência e ações surpresa aos agentes. Pelo contrário, para os pós-keynesianos, assim como Keynes (1985) apontou na *TG*, a AM deve dar sinais claros de que direção sua política perseguirá, ou seja, “defende-se aqui que o anúncio prévio dos objetivos do governo e das políticas delineadas para atingi-los não deve implicar a ineficácia de tal política. Poderia, ao contrário, aumentar sua eficácia” (LIBÂNIO, 2004, p. 11).

Somado a isso é atribuída importância fundamental à credibilidade que a AM deve possuir, uma vez que o sucesso da política monetária depende fortemente da crença por parte dos agentes de sua factibilidade. Como ressaltado por Bibow (2001) a eficácia do controle monetário depende da credibilidade de suas ações e da reputação de sua competência. Sicsú (1997b) complementa que a questão da credibilidade da AM relaciona-se à sua reputação, no sentido de que uma elevada reputação contribuiria para o aumento da credibilidade da AM. Assim, “do ponto de vista do pensamento pós-keynesiano, as autoridades monetárias

---

<sup>31</sup>Destaca-se que não necessariamente apenas o BC atua como regulador do sistema financeiro. No caso do Brasil, por exemplo, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) atua como órgão regulador/fiscalizador do sistema financeiro nacional. Deste modo, “o Banco Central, ao regular os bancos e estabelecer normas para o sistema financeiro, influencia diretamente o tipo e a quantidade de cada ativo financeiro nos quais as instituições podem investir seus recursos. Os fundos de investimento, nos quais está depositada a maior parte dos recursos de poupança doméstica, são regulados pela CVM, que define as diferentes modalidades dos fundos e os limites para os diversos ativos em que cada tipo de fundo pode aplicar seus recursos, dentre outras regras” (VENCESLAU; PEDRAS, 2009, p. 341).

deveriam aceitar a pressão das forças reputacionais, mantendo, conseqüentemente, uma posição privilegiada para implementar políticas eficientes, críveis” (SICSÚ, 1997b, p. 14).

Deste modo, uma política monetária será crível se apresenta objetivos não ambíguos, utilizando instrumentos condizentes para alcançá-los, além de não ser conflitante com as demais políticas econômicas. Em linha com o argumento acerca da institucionalidade da AM apresentado por Keynes (1982), os pós-keynesianos atribuem liberdade operacional à AM, mas não independência do BC aos moldes que o regime de metas de inflação propõe. Garante-se, dessa forma, que a AM contemple os objetivos propostos pela política econômica geral delineada pelo Governo, mas que disponha de liberdade operacional para se utilizar dos instrumentos necessários para tal. Bibow (2001) ressalta que, para os pós-keynesianos, assim como em Keynes (1982), a AM deve se basear na política econômica geral do Governo e utilizar livremente os instrumentos para alcançar seus objetivos, ressaltando a necessidade de transparência em suas ações.

Para Palley (2011), a liberdade e o poder de que o BC dispõe são inteiramente voltados ao interesse público, de modo que suas ações não devem contemplar interesses particulares. Ademais, Bibow (2010) argumenta que os defensores da independência do BC concentram suas ideias apenas na operacionalização da política monetária por parte da AM, ignorando as interdependências importantes existentes entre ela e as demais políticas econômicas, além do papel histórico do BC como banqueiro do Governo e como salvaguarda da estabilidade e liquidez do sistema financeiro.

Em complemento, Chick (1986) identifica cinco estágios na evolução institucional do sistema bancário inglês, adicionando um sexto estágio em 1988, que são relevantes no entendimento das funções da AM na contemporaneidade. No primeiro estágio o sistema bancário era caracterizado por numerosos e pequenos bancos, que funcionavam, sobretudo, como depositários de poupança, sendo a capacidade de ofertar empréstimos deles dependente. No segundo estágio já se observa a configuração de um verdadeiro sistema bancário, em que os depósitos bancários começaram a ser utilizados como meios de pagamento.

No terceiro estágio inicia-se o desenvolvimento de instrumentos de empréstimos e crédito interbancários, em que os bancos passavam a trocar reservas entre si de modo a ajustarem sua liquidez. Como a capacidade bancária em criar crédito aumentou significativamente neste estágio, a AM passou a intervir no mercado monetário, por meio do controle da taxa de juros e do volume das reservas bancárias. No quarto estágio a AM passa a assumir outra função, a de prestador de última instância, muito relevante na preservação da estabilidade do sistema financeiro e na solvência das instituições financeiras.

No quinto estágio destaca-se a atuação dos bancos em administrar além de seus ativos os seus passivos, “concorrendo abertamente pela captação da poupança financeira aplicada sob a forma de instrumentos financeiros emitidos pelas empresas, pelo governo e por outras instituições financeiras” (FREITAS, 2000, p. 400). Neste estágio é ressaltado que a AM passa a se preocupar com seu próprio balancete, controlando suas condições de solvência e liquidez, o que se mostra muito relevante para a operacionalização da política monetária, que se dá a partir da administração de seus passivo e ativo. Por fim, o sexto estágio no desenvolvimento bancário caracteriza-se pelo desenvolvimento das inovações financeiras, representadas principalmente pelo processo de securitização dos ativos, em que os bancos encontram meios de contornar as regras e regulamentações da AM. Neste sentido, a AM passa a atuar mais fortemente em torno da maior regulamentação e controle do sistema bancário.

Freitas (2000), ao analisar o surgimento e a evolução do BC em diferentes países, identifica que suas funções evoluíram de acordo com o desenvolvimento econômico e a diversificação dos sistemas financeiros nacionais, em linha com a evolução da moeda e do crédito. Assim, a responsabilidade de regular o sistema bancário pelos BCs criados até o quarto estágio do desenvolvimento bancário ocorreu como um desdobramento natural de suas funções de banco dos bancos e de prestamista em última instância. Entretanto, para o BC que surgiu após o século XX, “a questão da supervisão e do controle das atividades bancárias estava posta desde o momento de sua criação como indissociável da função de prestamista em última instância” (FREITAS, 2000, p. 410).

Tendo em vista as funções atribuídas à AM, Palley (2011) apresenta algumas reformas institucionais sugeridas ao BC estadunidense, mas que podem ser pensadas à institucionalidade da AM de modo geral. A primeira reforma diz respeito à redução da influência privada nas decisões da AM. Para tanto, o autor sugere que seus dirigentes sejam nomeados pelo Presidente, com aprovação parlamentar. Esta recomendação aproxima-se das duas primeiras proposições de Keynes (1982) apresentadas no primeiro capítulo, referentes à visão negativa do papel de agentes privados nas decisões do BC, além do reconhecimento de que esta instituição deve ser reconhecida pelo seu papel nacional, livre de lucros e interesses particulares.

A segunda reforma refere-se ao mandato do dirigente do BC ser de quatro anos, assim como o do Presidente, para que ambos comecem suas funções juntos. A justificativa para esta reforma é de que é o Presidente o responsável por todas as políticas econômicas, sendo as ações da AM, nelas incluídas. A terceira reforma indica que o BC deve emitir um relatório social anual ao Congresso, abordando questões sociais, comerciais e do quadro político de

seus dirigentes de modo a garantir ampla transparência em suas ações. Em complemento, a quarta reforma aponta a necessidade de que no corpo técnico do BC haja uma abordagem pluralista em termos econômicos, ou seja, que uma visão ideológica não seja dominante, para que haja debates a fim da melhor política monetária.

A quinta reforma indica que o BC deve manter uma meta de inflação que garanta a taxa mínima de desemprego na economia, ou seja, uma taxa de inflação que minimize o desemprego, a chamada MURI, analisada anteriormente. Neste sentido, para Palley (2011) as metas inserem-se num quadro político que reitera a responsabilidade da AM com o desempenho da economia, mantendo a taxa de desemprego próxima ao mínimo e, logo, não tendo apenas o nível de inflação como objetivo. A sexta reforma relaciona-se à função de regulação da AM e diz que o BC deve adotar um sistema ABRR que permita controles discricionários anticíclicos nos balanços dos intermediários financeiros. Isso significa que:

As instituições financeiras têm de manter reservas contra diferentes classes de ativos e à entidade reguladora cabe estabelecer exigências de reservas ajustáveis com base em cada classe de ativos. (...) [fornecendo] um novo conjunto de instrumentos de política que pode ter como alvo específico os excessos do mercado financeiro, deixando a política da taxa de juros livre para gerir a situação macroeconômica global (PALLEY, 2011, p. 19)

A sétima reforma sugere que a AM utilize não apenas a taxa de juros de curto prazo para alcançar seus objetivos. Palley (2011) argumenta que, conforme explicitado por Keynes (1985), os mercados financeiros não definem a taxa de juros condizente com o pleno emprego, de modo que não há razão para que se utilize apenas a taxa de juros de curto prazo. Deste modo, recomenda-se que a AM direcione mais diretamente suas ações para a taxa de juros de longo prazo, a relevante para o investimento produtivo, visando assim, títulos públicos e privados de longo prazo em suas operações. A oitava reforma refere-se à maior transparência e comunicação da AM com o público, e que ela utilize meios para manter a sociedade informada tanto de suas ações quanto dos problemas macroeconômicos.

A nona recomendação contempla um conjunto final de reformas referentes à regulação do sistema financeiro como uma função primordial da AM, sobretudo após a crise financeira de 2008. Em suma, atribui-se essa função à AM, que somada às demais, buscam a melhor alocação da liquidez no sistema financeiro de modo a garantir o crescimento em linha com o pleno emprego. Por fim, a décima reforma sugerida pelo autor refere-se imediatamente ao modo como o BC norte americano é constituído, sendo sugerido que se reduza a estrutura existente de bancos regionais, de modo a aumentar a racionalidade e modernização do

sistema, passando a ter suas decisões mais concentradas. Esta reforma não se aplica diretamente à institucionalidade geral da AM em termos teóricos como temos apresentado por tratar de um caso específico.

Vê-se assim, que para os pós-keynesianos o BC deve manter independência na operacionalização de seus instrumentos de política monetária, mas guiar suas metas ao objetivo de política econômica geral, delineada pelo Governo. Portanto, a AM tem plena autonomia operacional, cujos objetivos são dependentes do Governo incumbido do poder. Ademais, a AM deve procurar manter transparência em suas ações, além de zelar pela sua reputação, uma vez que o sucesso de sua política depende fortemente de sua credibilidade perante os agentes. Não obstante, Palley (2011) sugere novos instrumentos de política a serem utilizados pela AM, dando ênfase à taxa de juros de longo prazo, assim como à necessidade de instrumentos de regulação do sistema financeiro. Em complemento, a partir da análise dos estágios de desenvolvimento bancário desenvolvido por Chick (1986), percebe-se que a evolução das funções do BC coincide com o desenvolvimento econômico e a ampliação das atividades bancárias. Entretanto, como enfatizado por Freitas (2000), a partir do momento em que as instituições financeiras passaram a administrar seus passivos e a desenvolverem inovações financeiras, as funções do BC passaram a contemplar também a regulamentação e controle do sistema financeiro.

Neste capítulo foram apresentadas as principais contribuições e avanços dos autores pós-keynesianos em relação a Keynes no tocante ao papel da moeda e da política monetária em economias monetárias de produção. Pôde-se perceber a continuidade que estes autores dão à teoria desenvolvida por Keynes, sobretudo na visão acerca do modo de funcionamento de economias monetárias.

Entretanto, existem avanços teóricos pós-keynesianos em relação à obra de Keynes, como no caso da oferta de moeda nesse tipo de economia, sendo considerada estruturalmente endógena e não exógena como explicitado na *TG*. As causas da variação do nível de preços também expressam parte destes avanços, em que concebem-se vários tipos de inflação, contendo instrumentos monetários e não monetários para combatê-los.

No tocante à política monetária, destacam-se as políticas CILO e MURI desenvolvidas por autores pós-keynesianos, em que se reconhece a importância de se entender o lado da oferta da economia como relevante no entendimento da inflação, assim como há a preocupação com políticas que persigam o nível de emprego e não apenas a estabilidade de preços como objetivo.

Deste modo, para os pós-keynesianos os principais objetivos da política monetária consistem na busca pelo pleno emprego, regulação do sistema financeiro e estabilidade do nível de preços. Para tanto, a AM dispõe das reservas bancárias compulsórias, operações de redesconto, operações de mercado aberto e regulamentação do sistema financeiro como instrumentos. Para além, destaca-se o papel relevante da AM, que dispõe de certo grau de arbítrio e discricionariedade em suas ações, o que não indica que ela não deve passar credibilidade e manter boa reputação ao público. Em linha com o que argumentou Keynes (1982), a AM deve dispor de independência na operacionalização de seus objetivos, mas agir de acordo com a política econômica geral delineada pelo Governo.



### 3 O REGIME DE POLÍTICA MONETÁRIA KEYNESIANO

Tendo em vista a concepção de Keynes acerca do papel da moeda e da política monetária em economias monetárias, assim como os avanços teóricos realizados pelos autores pós-keynesianos nessa temática, este capítulo tem como objetivo desenvolver o que seria o regime de política monetária keynesiano.

Para tanto, na primeira seção busca-se caracterizar os regimes consagrados na literatura, referentes aos modelos de metas cambiais, metas monetárias e metas de inflação, de modo a se contemplar as características essenciais presentes num regime monetário. Em seguida, na segunda seção, serão retomadas as principais características de uma economia monetária na visão de Keynes e dos autores pós-keynesianos, de modo a se entender qual o cenário em que o regime de política monetária atuará. Por fim, na terceira seção, apresenta-se um regime de política monetária keynesiano, em que se analisam os objetivos, os instrumentos e os canais de transmissão da política monetária, assim como a institucionalidade da AM.

#### 3.1 REGIMES MONETÁRIOS

A análise de regimes monetários remonta ao modo de condução da política monetária, seja por meio de ações discricionárias, seja pela adoção de regras. A atuação discricionária, também conhecida como ativismo monetário, consiste na livre utilização dos instrumentos de política monetária por parte da AM, de modo que a ação da referida política se dá em função do estado corrente da economia. Já a adoção de regras condiciona os instrumentos de política monetária à consecução de objetivos preestabelecidos, de modo que não há alterações da trajetória dos instrumentos em função do momento do ciclo econômico (MODENESI, 2005).

Oreiro e Neves (2008) apontam que a defesa do uso das regras intensificou-se com o insucesso na utilização da política monetária quando da estagflação observada no fim dos anos 1970. As regras foram indicadas para restringir o uso de políticas discricionárias, através da adoção de restrições para o controle de variáveis nominais. Logo, os regimes monetários são baseados na adoção de alguma regra para a condução da política monetária, de modo a se estabelecer uma âncora nominal para a economia, que sirva de parâmetro aos agentes, de modo a sinalizá-los o direcionamento da política econômica. Neste sentido, para Modenesi “adotar uma **âncora nominal** consiste em optar pela *fixação* do valor de uma variável-chave nominal como elemento central da política monetária” (2005, p. XLV, grifo do autor), ou seja,

“a adoção de um regime monetário implica, portanto, que a política monetária seja pautada pelo comprometimento da autoridade monetária em manter a economia *ancorada*” (2005, p. XLVI, grifo do autor).

De modo geral, a adoção de uma regra para a condução da política monetária se justifica por ela desempenhar duas funções fundamentais para a manutenção da estabilidade do nível de preços, quais sejam: a ancoragem das expectativas inflacionárias e o balizamento da formação de preços por parte dos agentes. Assim, na falta de um mecanismo capaz de cumprir tais funções, as expectativas dos agentes podem estar sujeitas à maior volatilidade, variando em detrimento de inúmeros fatores e comprometendo, assim, o resultado da própria política monetária. Portanto,

A condução da política monetária sem uma âncora nominal firmemente estabelecida é possível, mas arriscada. Suponhamos, por exemplo, que não exista restrição de quantidade ou de preço sobre a política monetária, e que, por alguma razão, há um forte aumento da taxa de inflação esperada pelo público. (...) Essas mudanças da expectativa de inflação representam um dilema para as autoridades monetárias: se acomodam essas mudanças pela condução da política monetária, as expectativas se confirmam. Ao fazer isso elas não só permitem o aumento da inflação, como também transmitem ao público que não há nada para evitar que a inflação continue a aumentar ainda mais. Se, por outro lado, elas resistem à subida das expectativas de inflação, mantendo o aperto na política monetária, correm o risco de colocar a economia em recessão. Na ausência de uma âncora nominal, mudanças nas expectativas de inflação podem ser induzidas por uma série de fatores, tornando a gestão macroeconômica e sua previsibilidade extremamente difíceis. Assim, a condução da política monetária é claramente mais eficiente quando há uma âncora nominal firmemente estabelecida, e, quanto mais compreensível pelo público a âncora for, melhor (BERNANKE *et al.*, 2001, p. 19-20)

Tendo em vista essa noção de que um regime monetário necessita de uma âncora nominal como mecanismo coordenador de expectativas e balizador da formação de preços na economia, vale destacar, que âncora talvez seja a melhor tradução pós-keynesiana do efeito expectacional de uma regra, permitindo a melhor tomada de decisão dos agentes submetidos como estão à incerteza. Logo, a âncora funciona como um mecanismo de referência e de condução das expectativas sobre o futuro que os agentes utilizam na tomada de suas decisões. Como se verá, essa significação difere-se, substancialmente, do sentido dado à regra nos regimes consagrados na literatura, elencados a seguir, em uma breve apresentação que passará pelos seguintes modelos, de inspiração ortodoxa: metas cambiais, metas monetárias e metas de inflação. Além de repassar o que são os modelos de inspiração *mainstream* passados (metas cambiais e monetárias) e atual (metas de inflação), as subseções que se seguem contribuem com o objetivo de se perceberem as principais características que definem um regime monetário.

### 3.1.1 Regime Monetário de Metas Cambiais

O regime monetário de metas cambiais pressupõe alguma ligação entre a moeda doméstica e uma moeda externa. Modenesi (2005) expõe a existência de três formas pelas quais este regime pode funcionar: a) a fixação do valor da moeda doméstica em relação ao de uma *commodity*; b) a fixação do valor da moeda doméstica à de um país com inflação reduzida; e, c) o uso de algum tipo de regra ou estratégia que vincule, em algum grau, a evolução do valor da moeda do país ao valor de uma moeda estável.

A primeira forma tem como exemplo prático o padrão-ouro clássico, que vigorou de 1880 a 1914. Neste regime, a conversibilidade das moedas era em relação ao ouro, implicando em taxas de câmbio fixas. A segunda forma consiste na fixação do valor da moeda doméstica em relação à moeda de um país com histórico de baixa inflação. Era o sistema de Bretton Woods, que vigorou de 1946 a 1971, cuja representação deu-se pelo padrão ouro-dólar, em que o dólar era conversível em ouro e havia uma paridade fixa entre as demais moedas e aquela. Já na terceira forma, estabelece-se uma âncora nominal mais flexível para os preços internos do que nas outras variantes deste regime, subordinando a inflação doméstica à taxa de variação dos preços do país com moeda historicamente estável, ou seja, “do *país-âncora*” (MODENESI, 2005, p. 2, grifo do autor). Destaca-se que esse regime monetário foi adotado por diversos países desde o final do século XX e que, além disso, numa categoria extrema, este regime pode se desdobrar na substituição da moeda de um país com inflação descontrolada (como no caso de uma hiperinflação) pela moeda de um país com preços estáveis<sup>32</sup>.

Para se entender a operacionalização do regime monetário de metas cambiais, Modenesi (2005) apresenta três conjuntos de sistemas cambiais, elencados de acordo com sua flexibilidade e dos reflexos sobre a política monetária. O primeiro é formado pelos sistemas de flutuações pura e suja do câmbio, que conferem plena liberdade à AM na condução da política monetária, que, então, pode utilizar-se de políticas discricionárias. O segundo refere-se aos sistemas de bandas cambiais e de minidesvalorizações, que conferem certo grau de flexibilidade à taxa de câmbio e, assim, dão alguma liberdade para que a política monetária seja conduzida de forma discricionária. Por fim, o terceiro conjunto compreende o câmbio

---

<sup>32</sup>A substituição da moeda de um país pela de outro, com histórico de baixa inflação, é conhecido, pela experiência prática, como dolarização plena, em que determinada economia substitui sua moeda pelo dólar, que representa uma moeda estável, além de ser a moeda-chave no sistema financeiro e monetário internacional.

fixo ajustável, o câmbio fixo, o conselho da moeda<sup>33</sup> e a dolarização plena. Neste caso, a oferta monetária é determinada pelo saldo total do balanço de pagamentos do país, não sendo possível que haja discricionariedade na política monetária.

Dentre estes conjuntos de sistemas cambiais, apenas o primeiro não configura um regime monetário de metas cambiais, visto que, com flutuação pura ou suja do câmbio, a AM tem plena autonomia para conduzir a política monetária, não se restringindo à alguma regra ou âncora nominal. Já nos segundo e terceiro conjuntos de sistemas cambiais há o comprometimento do BC com a manutenção da taxa de câmbio em determinado patamar, de modo que “o valor da moeda doméstica é uma variável determinada, em alguma medida, pelo Banco Central. Isso requer intervenções no mercado cambial, que acabam por determinar uma estratégia de condução da política monetária ou um regime monetário” (MODENESI, 2005, p. 8).

Logo, o que diferencia as variantes das metas cambiais é a rigidez na determinação da taxa de câmbio, o que implica, diretamente, no grau de intervenção da AM no mercado de divisas e, conseqüentemente, no mercado monetário, de forma que “quanto mais rígida for a determinação da taxa de câmbio, maior a sua capacidade de servir de referência para a formação dos preços domésticos e das expectativas inflacionárias” (MODENESI, 2005, p. 9).

Oreiro e Neves (2008) apontam quatro vantagens para a condução da política monetária do regime de metas cambiais: a) ele permite determinar a taxa de inflação para os bens comercializados internacionalmente, o que contribui para o controle da inflação doméstica; b) se o regime conta com credibilidade, ele consegue ancorar a expectativa de inflação na taxa de inflação do país tido como referência (ou âncora); c) a meta da taxa de câmbio constitui uma regra automática de condução da política monetária, evitando, assim, os problemas decorrentes de uma política discricionária; e, d) o regime de metas cambiais é facilmente entendido pelo público, o que auxilia sua aceitação.

Nesse particular, Modenesi (2005) argumenta que para que a implementação de um regime monetário de metas cambiais seja eficaz no controle do nível de preços, é preciso que haja liberdade comercial e taxa de câmbio sobrevalorizada, de modo a tornar os produtos importados relativamente competitivos contra a produção doméstica. Deste modo, parte da demanda doméstica se desloca para importação, o que leva à pressão reducionista dos preços dos bens comercializáveis com o exterior, e, posteriormente, observa-se essa influência sobre os bens não-comercializáveis, auxiliando no controle do nível de preços domésticos.

---

<sup>33</sup>Segundo Modenesi (2005, p. 7) “o conselho da moeda é uma entidade que se responsabiliza por definir as regras de emissão da moeda doméstica, cujo valor é fixado em termos de uma moeda estrangeira”.

A partir do modo de funcionamento de regimes monetários atrelados ao câmbio, Modenesi (2005) também elenca as desvantagens deles: a) pode haver muita perda de autonomia na condução da política monetária – o que é um tema relevante, por exemplo, a se considerar a atual crise na Zona do Euro em que, por terem uma moeda e um BC supranacional, os países perdem capacidade de atuação contra-cíclica da política monetária; b) há a impossibilidade de o BC exercer sua função de emprestador de última instância, na medida em que há restrições à emissão de moeda; c) os choques que incidem no país-âncora são mais facilmente transmitidos à economia doméstica, dado que as taxas de juros de ambos são correlacionadas; e, d) há maior probabilidade de a moeda doméstica sofrer ataques especulativos, que podem culminar em crises financeiras, sobretudo em economias emergentes. Deste modo, Modenesi conclui que “o regime monetário de metas cambiais deve ser adotado como primeiro passo na obtenção da estabilidade de preços, mas **não como estratégia permanente** de condução da política monetária” (2005, p. 39, grifo do autor).

### 3.1.2 Regime de Metas Monetárias

O regime de metas monetárias é caracterizado pela AM definir uma regra para o comportamento dos agregados monetários que, usualmente, é representada pela expansão da base monetária (M0), ou meios de pagamentos de liquidez absoluta (M1), comparados com a taxa de crescimento do produto interno bruto (PIB). A lógica do regime é que a estabilidade de preços só pode ser alcançada se o estoque monetário evoluir de acordo com a evolução do PIB real. Tem-se a ideia, por trás da regra, de que a inflação corresponde a um fenômeno meramente monetário, condizente com os fundamentos teóricos do chamado monetarismo tipo I<sup>34</sup>, que tem Milton Friedman como expoente. Deste modo, “a adoção do regime de metas monetárias supõe a aceitação da proposição monetarista de que o controle inflacionário pressupõe a austeridade monetária. (...) ou seja, a concepção de que a inflação é um fenômeno monetário” (MODENESI, 2005, p. 89).

Mendonça (2002) elenca os elementos principais da estratégia das metas monetárias para o controle inflacionário: a) confiança nas informações transmitidas por um agregado monetário na condução da política monetária; b) a crença de que o anúncio das metas para um

---

<sup>34</sup>Modenesi (2005) explicita que a hipótese central do monetarismo tipo I é a existência da taxa natural de desemprego, aliada ao fato de que os agentes formam expectativas do tipo adaptativas, dando origem à chamada Curva de Phillips aceleracionista, que capta a relação entre inflação e desemprego influenciada por expectativas *backward looking*. A combinação destas hipóteses resulta na concepção de que, no longo prazo, variações no estoque de moeda não afetam as variáveis reais da economia, indicando o caráter neutro da moeda.

agregado monetário é capaz de guiar as expectativas inflacionárias; c) criação de um mecanismo de responsabilidade que elimine grandes e sistemáticos desvios da meta monetária; d) inexistência de dominância fiscal e, e) presença de taxa de câmbio flexível. Além disso,

A estrutura de metas monetárias baseia-se no anúncio público, feito pelas autoridades monetárias, de uma meta de expansão a ser buscada para um determinado agregado monetário, sendo que não há dominância fiscal, e o regime de taxa de câmbio é flutuante. O sucesso desse regime monetário depende da existência de uma relação estável entre o agregado monetário escolhido e a taxa de inflação e do comprometimento do banco central com o objetivo de uma baixa inflação, de tal forma que a expectativa futura de inflação seja baixa (OREIRO; NEVES, 2008, p. 110).

Deste modo, a operacionalização do regime consiste, num primeiro momento, em anunciar o agregado monetário selecionado e sua respectiva meta, sendo que ela se torna o principal sinalizador para o público na formação de expectativas sobre a inflação futura. Em um segundo momento, a AM divulga informações sobre o comportamento do agregado monetário selecionado, cabendo ao público fazer a comparação entre a informação divulgada pelo BC e a meta anunciada, tendo em vista que os sinais emitidos pela AM ajudam a consolidar as expectativas inflacionárias. Por fim, espera-se a obtenção de uma menor taxa de inflação (MENDONÇA, 2002).

As vantagens do regime de metas monetárias referem-se: a) à facilidade com que ele é apreendido pelo público, por conta da requerida clara sinalização dos objetivos da política monetária, tornando mais fácil a coordenação das expectativas inflacionárias; b) ao fornecimento de informações sobre a condução da política monetária, conferindo-a maior transparência, assim como possibilitando aos agentes o monitoramento e avaliação delas; e, c) ao fato – diga-se de passagem, bastante contestado pelos pós-keynesianos – de que o BC possui elevado grau de controle sobre os agregados monetários. Em suma, “a adoção deste regime monetário proporciona uma **âncora nominal** que coordena as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos e baliza a formação de preços, contribuindo diretamente para o controle inflacionário” (MODENESI, 2005, p. 90, grifo do autor).

Entretanto, existem desvantagens no uso das metas monetárias. Elas se referem ao difícil alcance da estabilidade da velocidade de circulação da moeda e ao elevado controle, de complicada consecução, que o BC deve possuir sobre os agregados monetários para que a estratégia das metas monetárias seja eficaz no combate inflacionário. Neste sentido, conforme aponta Modenesi (2005), a instabilidade da velocidade de circulação da moeda decorrente,

sobretudo, do desenvolvimento das inovações financeiras, contribuiu para a derrocada teórica e também prática do regime de metas monetárias no início dos anos 1980. Assim, o debate acerca da melhor maneira de se conduzir a política monetária passou a ser gerido em função das metas inflacionárias como âncora nominal, regime conhecido como metas de inflação, que será analisado a seguir.

### 3.1.3 Regime Monetário de Metas de Inflação

O regime monetário de metas de inflação tem como bases teóricas o chamado Novo Consenso Macroeconômico<sup>35</sup> (ARESTIS, 2007), que contempla pontos convergentes de política macroeconômica das correntes Novo-Clássica e Novo-Keynesiana. Da escola Novo-Clássica assume-se a otimização intertemporal além das expectativas racionais dos agentes, ao passo que da Novo-Keynesiana é incorporada a competição imperfeita e a rigidez de preços.

Assim, no curto prazo prevalece o conteúdo Novo-Keynesiano, correlacionando o nível de produto real com movimentos da demanda agregada, enquanto que no longo prazo, a partir da teoria Novo-Clássica<sup>36</sup>, assume-se a neutralidade da moeda e a ausência de correlação entre demanda e produto real (MOREIRA, 2012). Logo, para os autores da escola Novo-Keynesiana, a política monetária afeta as variáveis reais no curto prazo, em virtude, sobretudo, das imperfeições de mercado existentes, como a rigidez de preços e salários, concebendo assim a moeda neutra apenas no longo prazo (OREIRO; NEVES, 2008). Já para os Novo-Clássicos, os agentes são racionais e conseguem antecipar qualquer intervenção do Governo, de modo que tais ações não geram efeitos reais.

Em específico, se a política monetária aumenta a oferta de moeda, os agentes, racionais, sabem que a inflação surgirá como resultado, tal como apregoa a TQM e, assim, se antecipam elevando preços e salários, sem alterações nos níveis de emprego e produto. Neste sentido, apenas se a AM age de maneira a surpreender os agentes<sup>37</sup>, sua política resultaria em efeitos reais, “todavia, tudo que o governo consegue na prática é confundir os agentes e

<sup>35</sup>Também chamada de Nova Síntese Neoclássica por Goodfriend & King (1997).

<sup>36</sup>Modenesi (2005) aponta que os autores da corrente Novo-Clássica incorporaram dois elementos centrais do chamado monetarismo tipo I: a hipótese de existência de uma taxa natural de desemprego e a concepção monetarista da inflação.

<sup>37</sup>Pelos pressupostos do regime de metas de inflação, a AM possui incentivo para criar inflação de maneira surpreendente aos agentes, com o intuito de reduzir a taxa de desemprego, exercendo o viés inflacionário. Ademais, neste modelo os agentes formam expectativas racionais, no sentido de que “todos os resultados observados representam posições de equilíbrio, dado o conjunto de informação disponível para os agentes econômicos” (MODENESI, 2005, p. 140).

provocar distorções no curto prazo, em função dos erros de previsão” (FREITAS, 2006, p. 271).

Para além, como os agentes possuem expectativas racionais, aprenderiam com os erros e, os efeitos de curto prazo de tal política surpresa se dissipariam. Portanto, a AM não deve surpreender os agentes, já que ao agir discricionariamente conseguiria, no máximo, confundirlos. Assim, surgem as propostas de o BC ser independente, ou seja, se guiar através de regras claras, em busca apenas da estabilidade de preços, sem qualquer relação com interferências de ordem política e sem o uso de discricionariedade.

Dessa forma, para os autores do Novo Consenso Macroeconômico, o regime de metas de inflação seria o regime de política monetária ótimo para desinflacionar a economia e levá-la ao seu ponto de equilíbrio de ocupação plena do produto potencial. O objetivo único de preservar a estabilidade de preços decorre da ideia de que um ambiente com preços estáveis propicia níveis de eficiência mais elevados, relacionados, por exemplo, à melhor alocação dos fatores de produção e melhores decisões de investimento por parte dos agentes.

Assim sendo, o regime de metas de inflação baseia-se nos seguintes pontos: a) no anúncio de uma meta de curto ou médio prazo para a inflação; b) no compromisso institucional com a adoção da estabilidade de preços como principal meta de longo prazo da política monetária; c) em as metas intermediárias possuírem reduzida importância; d) na busca de maior transparência na condução da política monetária, representada pelo esforço de aprimoramento dos canais de comunicação do BC com os agentes; e, e) na independência institucional do BC, para que ele tenha liberdade e isenção política para determinar a trajetória dos instrumentos de política monetária e para definir qual será a meta de inflação. Portanto, este regime não se limita à mera adoção de uma meta quantitativa para a evolução do nível de preços, mas contempla todos os elementos acima citados, além de basear-se na neutralidade da moeda no longo prazo (MODENESI, 2005).

A partir desses elementos pode-se perceber que o regime monetário de metas de inflação intenta maior transparência na condução da política monetária, sendo que os canais de comunicação entre a AM e os agentes fazem parte do arcabouço do regime, o que resulta em credibilidade dos agentes no BC e, conseqüentemente, cooperação destes na política desinflacionária daquele. Para além, um BC com transparência e credibilidade pode eliminar o problema inflacionário sem maiores custos sociais, então, “essas metas [inflacionárias] podem coordenar a formação de expectativas inflacionárias dos agentes e a fixação de salários e preços, atuando, assim, como uma âncora nominal tanto para a inflação atual como para as expectativas futuras” (CARRARA; CORREA, 2012, p. 445).



Segundo Modenesi (2005), as vantagens atribuídas a este regime correspondem: a) à maior flexibilidade dada à política monetária, possibilitando a absorção gradual de choques; b) à consideração, para a determinação da meta, de toda a informação disponível acerca do estado corrente da economia; c) ao fato de que ao reduzir o papel das metas intermediárias, não se supõe a existência de uma relação estável entre elas e o objetivo final da política monetária; d) à maior transparência na condução da política monetária, o que contribui para maior credibilidade da AM; e, e) à facilidade com que é compreendido pelo público, tornando a condução da política monetária ainda mais transparente. Ademais,

O regime de metas de inflação constitui-se em uma estratégia híbrida, que proporciona à condução da política monetária um nível de flexibilidade consideravelmente maior do que o observado no regime de metas cambiais e, sobretudo, no regime de metas monetárias. Além disso, a existência de *cláusulas de escape* possibilita a ocorrência de desvios em relação à meta quando há incidência de choques de oferta na economia, conferindo ainda mais flexibilidade a esse regime (MODENESI, 2005, p. 195, grifo do autor).

Entretanto, autores críticos a esse regime, como Arestis *et. al.* (2009) e Arestis e Sawyer (2003; 2008; 2013), explicitam as desvantagens de sua adoção como regime monetário. Entre as críticas, citem-se: a) o aumento da instabilidade do produto, em função da alta sensibilidade dos juros em relação à inflação; b) por conta de a), o regime pode reduzir o crescimento econômico; c) as dificuldades de previsão da inflação e na definição da meta podem comprometer o desempenho da política monetária; d) ser a taxa de inflação uma variável que o BC não controla diretamente; e) ele não evitar a dominância fiscal; e, f) a flexibilidade cambial requerida pelo regime pode levar à crise financeira.

Pois bem, esta descrição dos regimes monetários consagrados na literatura, traz consigo a possibilidade de se elencarem os elementos que permitem entender o que vem a ser um regime monetário. Tendo isso em vista, busca-se abaixo elencar pontos acerca do que o constitui.

### 3.1.4 Características de um Regime Monetário

Como coloca Bibow (2010), um regime monetário representa a institucionalidade da AM e o modo de condução da política monetária. Através da análise dos regimes de metas cambiais, metas monetárias e metas de inflação, observa-se que a constituição de um regime monetário está ancorada em dois pontos principais que, por um lado, devem estar presentes para que exista o regime e, por outro lado, determinam as diferenças entre um regime e outro.

O primeiro ponto diz respeito ao fato de que os regimes monetários pressupõem a existência de uma âncora nominal, que sirva de referência aos agentes, funcionando como um elemento de compromisso da política monetária com os objetivos que persegue. Nos regimes analisados acima, observam-se a taxa de câmbio, os agregados monetários e a taxa de inflação como âncoras nominais, sendo todas utilizadas para balizar a formação de preços na economia, além de coordenar as expectativas inflacionárias. Deste modo, é a partir da variável escolhida como âncora nominal que os regimes monetários funcionam, sendo que quanto mais cumprido o compromisso da AM com o objetivo da política monetária, maior sua credibilidade e, portanto, mais eficaz a política.

O segundo ponto referente à caracterização de um regime monetário está imediatamente relacionado ao primeiro, e diz respeito aos pressupostos teóricos em que o regime é constituído. Como visto nos exemplos de regimes monetários analisados, cada um apresenta, por trás da escolha de sua âncora nominal assim como de seu modo de funcionamento, um entendimento teórico acerca do tipo de economia com que se está lidando. Assim, é preciso que se delimitem quais os pressupostos teóricos subjacentes ao regime monetário que se pretende esboçar, levando em conta o tipo de economia em que ele atuará, tendo em vista, por exemplo, o papel da moeda nele, ao modo como as expectativas são formadas e os fatores que condicionam a tomada de decisões dos agentes.

Com o objetivo de analisar o que seria o regime de política monetária keynesiano, retoma-se o tipo de economia que ele atuará. Nesse particular, isso nada mais é do que, muito brevemente, recolocarem-se os pressupostos teóricos de Keynes e dos pós-keynesianos sobre as economias monetárias da produção, já visto nos dois primeiros capítulos.

### 3.2 ECONOMIA MONETÁRIA DE PRODUÇÃO

Para Keynes e os pós-keynesianos o sistema capitalista é uma economia monetária de produção – lembrando que, de acordo com Carvalho (1992), este é o núcleo-duro agregador da teoria pós-keynesiana. No capítulo 1 desta dissertação, pôde-se observar a evolução da teoria monetária de Keynes, tendo sua sistematização sido finalizada na *TG* e em alguns escritos dispersos posteriores a ela. Como visto, uma economia monetária de produção caracteriza-se pelo fato de que mudanças de expectativas acerca do futuro são capazes de influenciar o volume e a direção do nível de emprego (e, logo, produção), porque os agentes formam expectativas num ambiente incerto, em que a moeda, devido às características peculiares que possui, funciona como um ativo seguro na economia, reservando riqueza ao

longo do tempo. Logo, a dinâmica econômica é afetada pela demanda por moeda para reserva de valor nas economias monetárias da produção, pois se os agentes a reterem visando à segurança e liquidez frente à obscuridade do futuro, eles procuram um ativo não reprodutível e não gerador de emprego e renda, influenciando, assim, o nível de demanda efetiva da economia.

Dadas as expectativas, a outra variável explicativa da demanda por moeda dos agentes é a taxa de juros, que corresponde ao prêmio por abrir-se mão da liquidez, ou seja, da moeda. Assim, o empresário, cujas escolhas condiciona o ritmo da dinâmica econômica, por conta de sua posição dominante nas economias monetárias (CARVALHO, 1992), para tomar sua decisão de investir, compara a taxa de juros vigente com a rentabilidade futura esperada do investimento frente a seu custo de realização, isto é, a chamada eficiência marginal do capital. Caso a taxa de juros seja mais atrativa que a eficiência marginal do capital, o empresário pode preferir o investimento produtivo em função do retorno que emprestar moeda lhe oferece. Deste modo, Keynes e os pós-keynesianos consideram que deve ser dada atenção ao comportamento da taxa de juros, tendo a AM o objetivo de deixá-la num nível tal que estimule o investimento produtivo e, com isso, a geração de emprego e produto.

Outra dimensão da importância da moeda em economias monetárias é o fato de a inflação não constituir um fenômeno meramente monetário. Na abordagem de Keynes e dos pós-keynesianos a variação do nível de moeda não redundava simplesmente em inflação. Inclusive, o aumento de preços pode decorrer de fatores dos lados da demanda, da oferta e do conflito pela distribuição da renda na economia. Por isso, como visto no capítulo 2 deste trabalho, os pós-keynesianos elencam diversos tipos de inflação, sendo que existem meios monetários e não monetários para combatê-los.

Ademais, destaca-se que a oferta endógena de moeda contempla um avanço teórico dos pós-keynesianos em relação ao que Keynes escreveu na *TG*. Tendo em vista a influência que a moeda exerce em economias monetárias, concebe-se que a abordagem estruturalista da oferta de moeda é mais condizente com o modo de funcionamento delas, pois os bancos e as demais instituições financeiras são entendidos como empresas, cujo comportamento é ativo em busca do lucro monetário. Assim sendo, a AM obviamente tem papel importante, porém limitado, no que tange ao controle da oferta de moeda. Enfim, é neste contexto que o regime de política monetária keynesiano deve ser pensado. Logo, na próxima seção busca-se delinear as características do regime de política monetária keynesiano proposto neste trabalho.

### 3.3 O REGIME DE POLÍTICA MONETÁRIA KEYNESIANO

Através das análises realizadas nos dois primeiros capítulos, pode-se conceber que a política monetária keynesiana tem como objetivos não só a busca pelo pleno emprego, mas também a manutenção da estabilidade do nível de preços, além da garantia da estabilidade financeira, através da regulação do sistema monetário e financeiro. Apesar de alguns autores pós-keynesianos, como Arestis (2006), argumentarem que não há hierarquia entre os objetivos da política monetária, ao ter-se em mente a argumentação de Keynes, sobretudo na *TG*, vê-se que a busca pelo emprego consiste no objetivo primordial a ser perseguido pela AM. Nas palavras de Keynes, “como regra, eu deveria esperar que o problema principal seria manter o nível de investimento a uma taxa elevada o suficiente para garantir o melhor nível de emprego” (1982, p. 137). Entretanto, apesar de serem metas paralelas à primordial, as manutenções do nível de preços e da estabilidade financeira constituem objetivos acessórios à busca do pleno emprego, uma vez que a presença de inflação ou deflação, assim como a instabilidade financeira afetam expectativas e, então, o nível de emprego da economia.

A hierarquia entre os objetivos da política monetária keynesiana relaciona-se ao tipo de economia em que a política atuará. Como visto, em economias monetárias a moeda desempenha papel diferenciado, podendo, através das expectativas – fator subjetivo – e do comportamento da taxa de juros – fator objetivo, mas cujo comportamento futuro é alvo de subjeções, pelos agentes buscarem antecipar seu movimento e não incorrerem em custos de oportunidade – afetar a dinâmica econômica, isto é, o nível de produto e emprego. Assim, no tocante à escolha da âncora nominal subjacente ao regime de política monetária keynesiano, leva-se em conta essa hierarquia de objetivos, no sentido de que, à diferença do regime de metas de inflação, a maior sensibilidade de atuação da AM é com o mínimo desemprego possível, isto é, com o maior crescimento econômico.

Em linha com a argumentação de Palley (2011), ao desenvolver o modelo MURI, a AM deve manter uma taxa de inflação como meta a ser perseguida, condizente com a taxa mínima de desemprego na economia. Deste modo, ao mesmo tempo em que a AM garante a estabilidade do nível de preços, através da meta que traça para a inflação num determinado período, este nível deve ser condizente com o alcance da menor taxa de desemprego possível. Com isso, os agentes têm suas expectativas ancoradas no nível de inflação que a AM traça como alvo, ao mesmo tempo em que consideram o patamar do nível de emprego da economia.

Contudo, no regime de política monetária keynesiano, a estabilidade de preços deve implicar reação menor dos instrumentos da AM, afora caso em que, pelos diversos fatores

causais da inflação tenha-se risco de generalização de incerteza e risco de reversão de expectativas por conta de aumento incontável de preços. Logo, pode-se inferir que as metas em que os agentes se ancoram neste regime são duas, em primeiro lugar, necessariamente, a de crescimento econômico para o alcance de determinado nível de emprego e, em segundo lugar, o valor esperado da inflação para que o primeiro objetivo seja alcançado. Deste modo, o crescimento econômico (produto potencial) não é uma restrição dada ao sistema econômico, como pressupõe o regime de metas de inflação, mas é a meta a que a política econômica deve levar o sistema econômico, podendo ser compreendido como o ponto que o sistema pode gravitar e não o máximo que ele pode alcançar.

Para que os objetivos da política monetária keynesiana sejam alcançados, há um conjunto de instrumentos disponíveis à AM, referentes, ao recolhimento compulsório, às operações de redesconto, às medidas de regulamentação e às operações de mercado aberto. O primeiro dos instrumentos, recolhimento compulsório, também denominado reservas bancárias, age de maneira a afetar, quantitativamente, a capacidade bancária de oferecer crédito, uma vez que a AM pode alterar a alíquota que os bancos e instituições financeiras devem manter como depósitos. Neste sentido, o **canal de transmissão da oferta de crédito** na economia é claramente afetado pela manipulação das reservas bancárias. Assim, a depender da orientação expansionista ou contracionista da política monetária, a AM induz os bancos e instituições financeiras a substituírem suas reservas por empréstimos ou a recomponem suas reservas.

Para o regime de política monetária keynesiano este instrumento é útil, pois auxilia no controle da oferta monetária, aumentando ou reduzindo a quantidade de moeda, tendo em vista a âncora nominal que persegue; torna mais fácil e estável o gerenciamento da liquidez por parte dos cada banco e demais instituições financeiras; além de facilitar o fornecimento de liquidez em caso de pânico financeiros, o que contribui para que os objetivos de estabilidade monetária e financeira sejam alcançados. Entretanto, a AM não deve alterar recorrentemente a alíquota do recolhimento compulsório, evitando que o instrumento seja volátil. Isto, para evitar que os bancos e as instituições financeiras possuam menor previsibilidade na tomada de suas decisões, o que acaba por atrapalhar a concessão de crédito por parte deles. Ademais, assim agindo, a AM torna-se mais crível e reduz a incerteza que os agentes têm sobre qual a trajetória futura da taxa de juros, variável explicativa da demanda especulativa por moeda.

As operações de redesconto se traduzem na taxa cobrada pela AM pelos empréstimos concedidos aos bancos e demais instituições financeiras. Paula (1996) aponta que, considerando que as instituições financeiras criadoras de moeda podem recorrer ao mercado

interbancário para atender suas necessidades momentâneas de caixa, as operações de redesconto são tomadas como último recurso e, por isso, seu acesso é de alguma forma restrito e/ou oneroso. A AM, por sua vez, pode impor uma taxa de redesconto mais ou menos punitiva em relação aos empréstimos que concede, e, desta forma, tentar submeter o comportamento bancário à sua orientação de política monetária.

Este instrumento também se manifesta via **canal da oferta de crédito**, uma vez que, a depender da orientação da AM, essas operações redundam em quantidades maiores (ou não) de reservas aos bancos e instituições financeiras. Além disso, este instrumento se manifesta via **canal do câmbio**, uma vez que as operações de redesconto influenciam diretamente a taxa de juros de curto prazo que, assim, alteram o diferencial de juros interno em relação ao externo, estendendo seus efeitos sobre as exportações líquidas e sobre o preço dos bens comercializáveis, já que a taxa de juros de curto prazo mais alta, por exemplo, tende a atrair capitais com perfil mais especulativo ao país. Logo, este instrumento de política monetária contribui não apenas no controle de oferta de crédito na economia, mas também para a manutenção da solvência e liquidez do sistema financeiro, uma vez que “o redesconto de liquidez é um instrumento por excelência em que o Banco Central atua como prestador de última instância do sistema financeiro” (PAULA, 1996, p. 433), contribuindo para que haja estabilidade financeira e monetária.

Neste sentido, vale destacar a importância da função de prestador de última instância do BC, conferida por este instrumento, já que é a confiança dos agentes na credibilidade da AM em realizar o empréstimo de última instância que sinaliza ao público em geral que eles podem, com segurança, manter sua riqueza nos bancos e instituições financeiras. Em caso de qualquer instabilidade e falta de reservas por parte dessas instituições, o BC agiria devolvendo reservas, que significa empréstimo de liquidez à elas e, conseqüentemente, à toda a economia.

As medidas de regulamentação relacionam-se ao objetivo da política monetária de manter a estabilidade financeira. Entretanto, caso sejam eficazes, tanto a estabilidade monetária, quanto a busca pelo crescimento econômico são favorecidas. Na *TG*, Keynes (1985) apontou que o acesso a mercados financeiros muito líquidos deveria ser dificultado, além de sugerir impostos sobre as transferências de transações que envolvessem especulação. Em complemento, Palley (2006) apresentou a proposta de um conjunto de instrumentos direcionados ao arrefecimento da instabilidade financeira, a ABRR, que consiste na obrigatoriedade de que todas as instituições financeiras deveriam ter de manter reservas no BC condizentes com cada tipo de ativos que possuem.

Vale ressaltar que, em complemento, medidas macroprudencias são importantes meios qualitativos para a regulamentação do sistema financeiro, uma vez que buscam controlar o risco sistêmico e regular os ciclos econômicos de modo a buscar a estabilidade financeira. Este instrumento de política monetária é importante no contexto do regime de política monetária keynesiano, em que a oferta de moeda endógena e os bancos e demais instituições financeiras a todo tempo buscam ampliar essa oferta por meio da inovação de produtos e processos, tanto por tentar conter a instabilidade financeira, quanto por carregar um perfil anticíclico, que auxilia no **canal de transmissão das expectativas** dos agentes, favorecendo a busca pelo pleno emprego e as estabilidades monetária e financeira.

Por fim, as operações de mercado aberto constituem o instrumento de política monetária mais importante, uma vez que influenciam diretamente o patamar da taxa de juros do BC e, então, via seus diversos canais de transmissão, ela consegue alcançar seus efeitos sobre a atividade econômica – dependendo, naturalmente, do grau de desenvolvimento do sistema monetário e financeiro da economia, além das especificidades que cada economia carrega. Ademais, as operações de mercado aberto possuem a flexibilidade necessária para serem instrumentalizadas em um ambiente de moeda endógena.

Efetivamente, são as operações de mercado aberto que mantêm a taxa de juros ao redor do alvo anunciado pelo BC e, ademais, efetivam a mudança dela quando a AM a faz. Através deste instrumento de política monetária a AM muda o estoque de moeda no mercado monetário e altera, então, a liquidez ofertada pelos bancos e instituições financeiras, sempre em linha com o objetivo da política monetária. Os canais de transmissão das operações de mercado aberto para a economia são: a) **canal do crédito**, referente tanto à demanda por empréstimos por parte do consumidor, quanto à demanda por crédito das empresas; b) **canal portfólio**, em que a alteração do patamar da taxa de juros de curto prazo muda as taxas de retorno dos diversos ativos do mercado financeiro, alterando o custo de oportunidade ao investimento, ou seja, o empresário tende a não realizar um projeto de investimento que lhe renda menos do que a taxa de juros proporciona; c) **canal do efeito riqueza**, em que uma mudança da taxa de juros impacta os valores dos ativos detidos pelas famílias, modificando a renda de que elas dispõem para consumir; d) **canal do câmbio**, em que mudanças na taxa de juros criam, ou igualam, a diferença entre as taxas de juros nacionais e internacionais, implicando modificações no fluxo internacional de capital e, por conseguinte, na taxa de câmbio; e, e) **canal do custo operacional**, referente ao fato de que sempre que as empresas financiarem seu capital de giro com dívidas com juros variáveis, deslocamentos nos juros do

BC significam alterações de custo, podendo influenciar um novo patamar de preços e, em casos mais extremos, implicar conflito distributivo pela renda.

Dentre os canais de transmissão analisados acima, os efeitos do **canal *portfólio*** são os mais relevantes para determinação do ciclo econômico, nas economias monetárias da produção. Seus efeitos se manifestam via estrutura de taxas de retorno dos diversos ativos passíveis de investimento, ou seja, a curva de rendimentos, em que os agentes estão continuamente decidindo, dadas suas expectativas, entre investir em ativos financeiros ou produtivos a depender da taxa de retorno que eles oferecem. Assim, a AM ao alterar a taxa de juros de curto prazo, através da compra ou venda de títulos, influencia a curva de rendimentos da economia e, inclusive, ela tenta movimentar a taxa de juros de longo prazo, que é a mais relevante ao investimento produtivo. Neste sentido, “as empresas utilizam a taxa nominal de juros para determinar o valor presente líquido de seus potenciais projetos de investimentos. Um aumento no fluxo esperado de rendimentos ou uma queda na taxa de juros aumenta o valor presente líquido dos projetos de investimento” (HANNSGEN, 2004, p. 3). Dessa forma, é clara a influência das operações de mercado aberto no nível de investimento, uma vez que alterações na taxa de juros são referência aos empresários na comparação entre esta e a eficiência marginal do capital, o que se desdobra em suas decisões de investir.

Ademais, o **canal das expectativas** dos agentes também transmite os efeitos deste instrumento, uma vez que ele se relaciona ao motivo especulativo da demanda de moeda. Como exemplo, Hannsgen (2004) aponta o efeito da taxa de juros sobre o preço dos ativos. Se a taxa de juros está em 2%, faz sentido que aqueles que possuem acesso a empréstimos comprem ativos que ofereçam rendimento maior, e estejam sujeitos à valorização. Entretanto, o movimento especulativo se manifesta a partir do momento em que muitos agentes estão apostando na mesma direção. Assim, a AM, ao alterar a taxa de juros de curto prazo e, assim, influenciar a curva de rendimentos da economia, busca arrefecer este movimento especulativo.

Embora este seja o instrumento de mais amplo uso pela AM, por conta de seu impacto mais direto sobre os mercados monetário e financeiro e de sua maior flexibilidade, assim como no caso da alíquota do compulsório e das operações de redesconto, deve-se evitar que haja mudanças bruscas na taxa de juros através das operações de mercado aberto. A razão encontra-se no papel que as especulações sobre o comportamento futuro da taxa de juros têm sobre a dinâmica do investimento produtivo. Nas palavras de Hannsgen, “rápidas mudanças nas taxas de juros podem ou não afetar o investimento fixo na direção desejada pelos



formuladores de política. Mas sabe-se que o canal especulativo causa maiores danos quando as taxas variam muito ao longo do tempo” (2004, p. 23).

Vale ressaltar, contudo, que os canais de transmissão analisados acima são indiretos e dependem, sobremaneira, da percepção, expectativas e incerteza dos agentes. Ademais, destaca-se a importância da coordenação das políticas econômicas para que os objetivos de cada política sejam satisfeitos. Dado o recorte deste trabalho, no tocante à política monetária, as políticas TIP e CILO auxiliam no alcance dos objetivos traçados pela AM. Em primeiro lugar essas políticas reconhecem que a capacidade produtiva das empresas e a produtividade delas devem ser consideradas no processo do aumento dos preços e no conflito entre reajustes salariais *versus* as margens de lucro. Em segundo lugar, da interação entre a determinação de preços e salários deriva-se um nível de oferta condizente com um patamar aceitável de inflação. Logo, ao mesmo tempo em que as políticas do lado da demanda são relevantes, as do lado da oferta são imprescindíveis para que haja garantia de capacidade produtiva compatível com o pleno emprego. Requer-se assim, que as políticas fiscal, cambial e de rendas mantenham objetivos não contraditórios aos da monetária e vice-versa, no sentido de que persigam um objetivo central referente à orientação da política econômica geral.

Imediatamente relacionado à operacionalização dos instrumentos de política monetária tem-se a discussão sobre a institucionalidade da AM. Tanto em Keynes (1982), como em diversos autores pós-keynesianos, como Bibow (2002; 2010), Arestis (2006) e Palley (2011), a AM deve agir ativamente, utilizando da liberdade que possui para manejar seus instrumentos, a fim de perseguir os objetivos da política monetária. Além disso, vale destacar que tais objetivos são condizentes com a política econômica geral delineada pelo Governo, como apontado acima, de modo que as ações da AM estejam relacionadas à esta decisão política, dispondo ela de liberdade apenas na condução de seus instrumentos de política monetária, ou seja, o BC detém independência operacional, porém não de decisão de qual o caminho geral da política que seguirá. De maneira complementar, como requisitos adicionais à institucionalidade da AM, ela deve contar com credibilidade, pragmatismo e transparência, que fazem com que conduza a expectativa dos agentes, evitando colocá-los em demanda precaucional por liquidez, em função de não conseguirem convencionarem qual será o futuro da mais visada das taxas de remuneração da economia, a taxa de juros do BC. Assim, suas ações devem ser passíveis de crítica por parte dos agentes, o que implica em total transparência em seus atos, ou seja, a AM deve emitir sinais claros da direção que sua política perseguirá.

Deste modo, tendo em vista o modo de funcionamento de economias monetárias, em que a moeda desempenha papel fundamental, concebe-se o regime de política monetário keynesiano como aquele em que a AM é capaz de perseguir, por meio de medidas e instrumentos ativos, os três objetivos da política monetária keynesiana, quais sejam, a busca pelo pleno emprego, a estabilidade do nível de preços e a estabilidade financeira, sendo o primeiro objetivo o primordial neste regime, ao qual a AM e os agentes utilizam como âncora na tomada de suas decisões.

Neste capítulo foi delineado o regime de política monetária condizente com o referencial teórico de Keynes e com os avanços teóricos realizados pelos autores pós-keynesianos. Para se chegar às características do que se constitui um regime monetário, passou-se pelo entendimento dos principais regimes monetários da literatura, referentes às metas cambiais, metas monetárias e metas de inflação, todos de inspiração ortodoxa.

Da análise destes regimes pôde-se concluir que um regime monetário se caracteriza pela âncora nominal escolhida para que os agentes baseiem sua formação de expectativas e de preços, além do tipo de economia em que a política atuará. Destaca-se, contudo, que a noção de âncora como uma regra distingue-se sobremaneira da ideia de regra exposta pelos regimes ortodoxos analisados. No regime de política monetária keynesiano a âncora funciona como uma referência aos agentes para tomarem suas decisões, tendo em vista o ambiente incerto em que vivem. Logo, regra não quer dizer constrição ampla de ação, como no regime de metas de inflação, mas pode ser entendida como uma âncora, uma baliza, uma referência aos agentes sobre o que esperarem, de uma ação que se quer compromissada e a fim do bem público, da AM. Levando-se em conta o modo de funcionamento das economias monetárias, a âncora nominal neste regime refere-se ao crescimento do produto, tendo em vista o alcance do pleno emprego, além de se levar em conta o valor esperado da inflação, considerando-se suas diversas causas, para que se tenha sucesso no alcance do primeiro objetivo.

Dessa forma, concebe-se o regime de política monetária keynesiano como aquele em que a AM persegue, por meio de políticas e instrumentos ativos, três objetivos: a busca pelo pleno emprego, principal objetivo, e as estabilidade monetária e financeira. No tocante à institucionalidade da AM, em linha com os apontamentos de Keynes (1982), sugere-se que o BC disponha de liberdade operacional para cumprir seus objetivos, que são atrelados à política econômica geral delineada pelo Governo – sendo que por Governo, Keynes (1982) entendia democracias, portanto, vontade da maioria expressa pelo voto. Ademais, requer-se

que haja coordenação entre as políticas econômicas, no sentido de que convirjam ao objetivo geral, e, com isso, atuem, mesmo que individualmente, complementando umas às outras.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho objetivou delinear um regime monetário baseado no pensamento de Keynes e nos avanços teóricos à obra dele feitos pelos autores pós-keynesianos. Como é sabido, a importância dada à moeda no sistema econômico é marco distintivo das obras de Keynes e, por isso, os autores pós-keynesianos vêm realizando desenvolvimentos teóricos nessa temática, além de tecerem muitas críticas ao regime monetário de metas de inflação, em vigência alastrada atualmente. Entretanto, não há na literatura, pelo menos de forma articulada entre si e ao mesmo tempo abrangente, um regime monetário keynesiano. Deste modo, realizou-se neste trabalho um resgate teórico nas principais obras de Keynes, buscando analisar a evolução de seu pensamento no tocante às funções da moeda e sua capacidade de afetar a dinâmica econômica, assim como o papel a ser desempenhado pela política monetária. Revisou-se nesse particular, ademais, a literatura pós-keynesiana.

Não há dúvidas de que existe uma clara evolução do pensamento de Keynes no decorrer das obras analisadas. No *Tract*, o autor desenvolve seu pensamento ainda com muita referência à doutrina clássica em que fora formado, sendo a validade da TQM no longo prazo a principal manifestação dessa continuidade de ideias. Apesar disso, o autor já questionava a sua validade no curto prazo, inserindo a moeda como relevante na explicação dos ciclos percebidos no funcionamento da economia. No *TM* há a substituição da TQM por uma teoria em que o ciclo de produto e a renda nominal da sociedade são contemplados, sendo que a explicação para os ciclos econômicos relaciona-se às circulações industrial e financeira, em uma nítida associação entre os lados real e monetário da economia, em que se ressaltam os papéis dos juros, da determinação dele no mercado monetário, e de seus impactos sobre a demanda, na forma de investimento *vis-à-vis* o nível de poupança. Ademais, no *TM* há apontamentos sobre o modo de condução da política monetária, em que Keynes enfatiza que a regulamentação, as operações de mercado aberto e a taxa de redesconto constituem os instrumentos de política monetária, que atuam tanto sobre a estrutura a termo da taxa de juros, quanto sobre o volume de crédito a ser ofertado, com o objetivo de manter a estabilidade dos juros de mercado com relação ao nível natural, em conformidade com a concepção de Wicksell, para promover efeitos sobre o lado real da economia e, daí, para o nível de preços.

Na *TG* observa-se a teoria monetária de Keynes em sua forma acabada. Keynes (1985) apresenta uma série de elementos que explicam o modo de funcionamento de economias monetárias, representados pela incerteza inerente às decisões dos agentes, que passam a se guiar através de expectativas que, por sua vez, balizam todas as decisões de investimento da

economia. Por viverem num ambiente permeado de incerteza, os agentes buscam meios de se precaverem do imprevisível futuro. A moeda, devido às funções que desempenha e da política monetária que a mantém escassa e a garante o valor, representa um ativo capaz de transportar riqueza ao longo do tempo, podendo, assim, ser retida, por segurança, pelos agentes.

Entretanto, reter moeda significa demandar um ativo não reprodutível e não gerador de emprego e produto, o que interfere diretamente na dinâmica econômica. Se a moeda importa, seu preço, a taxa de juros, também o faz. Nesse particular, a incerteza quanto às variações futuras da taxa de juros constitui o fator determinante da demanda especulativa por moeda. Assim, Keynes (1985) observa que esta taxa deve ser observada de perto pela AM, que deve levá-la a um nível que estimule a decisão de investir e não crie insuficiência de demanda efetiva. Para além, os objetivos da AM se ampliam em relação às obras anteriores, já que Keynes (1985) considera a política monetária importante tanto para a estabilidade monetária, quanto para alcançar o nível de pleno emprego, assim como a estabilidade financeira. Vale destacar ainda, que o autor considera que tanto fatores relacionados à demanda, quanto fatores relacionado à oferta explicam as variações no nível de preços, o que, posteriormente, autores pós-keynesianos, como Davidson (1994) e Sicsú (2003), aprofundam, ao elencarem a existência de diversos tipos de inflação, sendo que há mecanismos monetários e não monetários para combatê-los.

Para além, Keynes (1982) discute a institucionalidade da AM, indicando que ela deve se guiar a partir da orientação de política econômica geral, delineada pelo Governo eleito. Ao mesmo tempo, ela deve dispor de liberdade operacional no manuseio de seus instrumentos de política monetária para o alcance de seus objetivos. Não obstante, concebe-se que o BC deve apresentar clareza e transparência em suas ações, em busca de credibilidade e boa reputação frente aos agentes. A contribuição deste trabalho, condizente com a perspectiva de Keynes, indica que a orientação da política monetária deve ser buscar o pleno emprego e, para isso, a AM dispõe de liberdade operacional na condução de seus instrumentos de política. Contudo, a AM deve estar guiada pelo que o Governo democraticamente eleito decidir - o poder do povo. Dessa forma, a sugestão de Keynes, que aqui, reitera-se, é que a orientação de política econômica geral seja a da busca pelo pleno emprego, mas que, caso não seja esta, que seja respeitada a vontade da maioria, representada pelo Governo eleito.

Dada a oferta de moeda em economias monetárias ser estruturalmente endógena, ou seja, o sistema financeiro – leia-se, os bancos – cria moeda, a expansão do crédito para atender maior demanda decorre não do papel acomodatório do BC, mas do esforço do sistema financeiro em lucrar – o que pode implicar, inclusive, elidir das regulamentações colocadas

pela AM. Assim, apesar de limitado, atribui-se papel fundamental à política monetária, que se utiliza da taxa de juros do BC para alterar os preços relativos dos ativos e canalizar suas intenções de política monetária para o lado real da economia.

Estas são as bases de um regime monetário keynesiano. A política monetária keynesiana atua em economias monetárias da produção, cujo modo de funcionamento remonta, sobretudo, ao papel da incerteza e da moeda nas decisões dos agentes. Por isso, tal política especifica uma âncora ao regime, que funciona como uma baliza, isto é, uma referência aos agentes em sua tomada de decisão defronte a incerteza. Esta âncora, então, é estabelecida em primeira instância como uma meta para crescimento do produto e, subsidiariamente a AM persegue as estabilidades monetária e financeira. Ou seja, busca-se o crescimento do produto como âncora do regime, contudo, sempre tendo em vista o valor esperado da inflação e a máxima estabilidade do sistema financeiro, para que o objetivo primordial da política monetária seja alcançado.

Deste modo, para contemplar tais objetivos, a AM deve utilizar-se de uma política ativa, possuindo liberdade operacional para conduzir seus instrumentos, referentes ao recolhimento compulsório, à taxa de redesconto, às operações de mercado aberto, além das medidas de regulamentação. Diversos são os canais de transmissão pelos quais estes instrumentos geram seus efeitos, tais como o **canal da oferta de crédito**, o **canal do câmbio**, o **canal das expectativas**, o **canal do efeito riqueza**, o **canal do custo operacional**; entretanto, destaca-se o **canal *portfólio***, como aquele capaz de impactar mais diretamente os mercados monetário e financeiro, através da manipulação da estrutura a termo da taxa de juros da economia.

Contudo, os efeitos resultantes destes canais de transmissão ainda dependem das expectativas dos agentes e do grau de desenvolvimento do sistema financeiro e da economia em que o regime é implementado. Ainda vale ressaltar, o quão importante para o regime de política monetária keynesiano é, por um lado, o pragmatismo daqueles que a conduzem, dado o gigantesco esforço necessário para que ele alcance seus resultados e, até mesmo por este primeiro fator, por outro lado requer-se a coordenação entre as políticas econômicas, no sentido de que se espera que todas busquem um objetivo central comum e que, mesmo operando isoladamente, elas contribuam entre si. Se como dizia Keynes (1985, p. 253) “os principais defeitos da sociedade em que vivemos são a sua incapacidade para proporcionar o pleno emprego e a sua arbitrária e desigual distribuição de riqueza das rendas” políticas econômicas que visem a tais fins devem ser implementadas. Eis o papel da política monetária.

## REFERÊNCIAS

AMITRANO, C. R. O Tratado sobre a Moeda e a Teoria Geral de Keynes: continuidades e rupturas. In: XXXIII Encontro Nacional de Economia, Natal, dez. 2005. **Anais do XXXIII Encontro Nacional de Economia**. Natal, dez. 2005. Disponível em: < <http://www.anpec.org.br/encontro2005/artigos/A05A008.pdf>>. Acesso em 20 nov. 2013.

ARESTIS, P. *Financial Liberalization and the relationship between finance and growth. Centre for Economic and Public Policy – University of Cambridge: Working Paper*, n. 05. p. 1-23, jun. 2005. Disponível em: < [http://www.landecon.cam.ac.uk/research/real-estate-and-urban-analysis/ccepp/copy\\_of\\_ccepp-publications/wp05-05.pdf](http://www.landecon.cam.ac.uk/research/real-estate-and-urban-analysis/ccepp/copy_of_ccepp-publications/wp05-05.pdf)>. Acesso em 15 out. 2014.

\_\_\_\_\_. *New Monetary Policy and Keynes. European Journal of Economics and Economic Policy: Intervention*, v. 3, n. 2, p. 245-262, 2006. Disponível em: <<http://www.elgaronline.com/view/journals/ejeep/3-2/ejeep.2006.02.09.xml>>. Acesso em 05 dez. 2013.

\_\_\_\_\_. (Ed.). *Is There a New Consensus in Macroeconomics?* Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2007.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. *Can Monetary Policy Affect the Real Economy? The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, n. 355, p. 1-13, out. 2002. Disponível em: < <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp355.pdf>>. Acesso em 13 jan. 2014.

\_\_\_\_\_. *The nature and role of monetary policy when money is endogenous. The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, n. 374, p. 1-21, mar. 2003. Disponível em: < <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp374.pdf>>. Acesso em 15 jan. 2014.

\_\_\_\_\_. *New consensus macroeconomics and inflation targeting: Keynesian critique. Economia e Sociedade*, v. 17, número especial, p. 631-655, dez. 2008. Disponível em: < <http://www.eco.unicamp.br/docdownload/publicacoes/instituto/revistas/economia-e-sociedade/V17-F4-S35/Economia%20e%20Sociedade%20Especial%20Artigo%205.pdf>>. Acesso em 02 fev. 2014.

\_\_\_\_\_. *Moving from Inflation Targeting to prices and incomes policy. Panoeconomicus*, v. 1, n. 1, pp. 1-17, 2013. Disponível em: < <http://www.doiserbia.nb.rs/img/doi/1452-595X/2013/1452-595X1301001A.pdf>>. Acesso em 04 fev. 2014.

ARESTIS, P. *et al.* A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. **Economia e Sociedade**, v. 18, n. 1 (35), p. 1-30, abr. 2009. Disponível em: < <http://www.scielo.br/pdf/ecos/v18n1/01.pdf>>. Acesso em 20 nov. 2014.

BARBOZA, R. M. **Mecanismos de transmissão da política monetária e nível da taxa de juros no Brasil: existe relação?** 2012. 65 f. Dissertação (Mestrado em Economia) –

Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: < [http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/ppge/Ricardo\\_Menezes\\_Barboza.pdf](http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/ppge/Ricardo_Menezes_Barboza.pdf)>. Acesso em 10 out. 2014.

BERNANKE, B. S. *et al. Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton N. J.: Princeton University Press, 2001.

BIBOW, J. *The Monetary Policies of the European Central Bank and the Euro's (Mal) Performance: A Stability-Oriented Assessment*. *The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, n. 338, p. 1-10, set. 2001. Disponível em: < <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp338.pdf>>. Acesso em 10 out. 2014.

\_\_\_\_\_. *Keynes on Central Banking and the Structure of Monetary Policy*. *History of Political Economy*, v. 34, n. 4, pp. 749-787, Winter, 2002. Disponível em: < [http://muse.jhu.edu/login?auth=0&type=summary&url=/journals/history\\_of\\_political\\_economy/v034/34.4bibow.html](http://muse.jhu.edu/login?auth=0&type=summary&url=/journals/history_of_political_economy/v034/34.4bibow.html)>. Acesso em 10 ago. 2014.

\_\_\_\_\_. *Liquidity Preference Theory Revisited – to ditch or to build on it?* *The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, n. 427, p. 1-32, ago. 2005. Disponível em: < [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_427.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_427.pdf)>. Acesso em 14 ago. 2014.

\_\_\_\_\_. *A Post Keynesian Perspective on the Rise of Central Bank Independence: A Dubious Success in Monetary Economics*. *The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, n. 625, p. 1-32, out. 2010. Disponível em: < [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_625.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_625.pdf)>. Acesso em 16 set. 2014.

BUSATO, M. I.; PINTO, E. C. Uma perspectiva reducionista da revolução keynesiana: a síntese neoclássica. *Revista Análise Econômica*, v. 25, n. 50, p. 111-139, set. 2008. Disponível em: < <http://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/view/10949>>. Acesso em 10 ago. 2014.

CAMARGO, L. C. **Marx, Keynes e Minsky: a supremacia das finanças no capitalismo contemporâneo**. 2009. 142 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2009. Disponível em: < [http://www.ppge.ie.ufu.br/sites/ppge.ie.ufu.br/files/Anexos/Bookpage/IE\\_dissertacao\\_LeonardodeCarvalhoCamargo.pdf](http://www.ppge.ie.ufu.br/sites/ppge.ie.ufu.br/files/Anexos/Bookpage/IE_dissertacao_LeonardodeCarvalhoCamargo.pdf)>. Acesso em 15 mar. 2014.

CARNEIRO, R. Globalização financeira e inserção periférica. *Economia e Sociedade*, n.13, p. 57-92, dez. 1999. Disponível em: < [http://www.eco.unicamp.br/docdownload/publicacoes/instituto/revistas/economia-e-sociedade/V8-F2-S13/03-Carneiro.pdf?origin=publication\\_detail](http://www.eco.unicamp.br/docdownload/publicacoes/instituto/revistas/economia-e-sociedade/V8-F2-S13/03-Carneiro.pdf?origin=publication_detail)>. Acesso em 16 mar. 2014.

CARRARA, A. F.; CORREA, A. L. O Regime de Metas de Inflação no Brasil: uma análise empírica do IPCA. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 16, n. 3, set-dez. 2012.



Disponível em: < [http://www.ie.ufrj.br/images/blog/REC\\_16.3\\_04\\_Regime-de-metas.pdf](http://www.ie.ufrj.br/images/blog/REC_16.3_04_Regime-de-metas.pdf)>. Acesso em 03 ago. 2014.

CARVALHO, F. C. Fundamentos da escola pós-keynesiana: a teoria de uma economia monetária. In: AMADEO, E. J. (Org.). **Ensaio sobre economia política moderna: teoria e história do pensamento econômico**. São Paulo: Marco Zero, 1989, p. 179-194.

\_\_\_\_\_. *Mr. Keynes and the Post Keynesians – Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy*. Aldershot: Edward Elgar, 1992.

\_\_\_\_\_. Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa. **Revista de Economia Política**, v. 13, n. 3 (51), jul.-set. 1993. Disponível em: < [http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/sobre\\_a\\_endogenia\\_da\\_oferta\\_de\\_moeda.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/sobre_a_endogenia_da_oferta_de_moeda.pdf)>. Acesso em 15 out. 2014.

\_\_\_\_\_. Temas de Política Monetária Keynesiana. **Ensaio FEE**, v.15, n. 1, p. 33-61, 1994. Disponível em: < <http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaio/article/view/1668>>. Acesso em 10 nov. 2013.

\_\_\_\_\_. Sobre a centralidade da teoria da preferência pela liquidez na macroeconomia pós-keynesiana. **Ensaio FEE**, v. 17, n. 2, p. 42-77, 1996. Disponível em < <http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaio/article/view/1875>>. Acesso em 15 nov. 2013.

\_\_\_\_\_. Políticas econômicas para economias monetárias. In: LIMA, G. T.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. (Org.). **Macroeconomia Moderna – Keynes e a Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, 1999, p. 258-281.

\_\_\_\_\_. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 4, p. 323-336, out-dez. 2005. Disponível em: < [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0101-31572005000400001](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572005000400001)>. Acesso em 14 dez. 2014.

CARVALHO, F. C. *et al.* **Economia Monetária e Financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

CHICK, V. ‘*The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest*’. **Économies et Sociétés**, Série M P, n. 3, 1986.

CORAZZA, G. Keynes e o nosso tempo: estado, moeda e liberalismo. In: FERRARI FILHO, F. (Org.). **Teoria Geral setenta anos depois – ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana**. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2006, p. 61-84.

COSTA, F. N. (Im)propriedades da moeda. **Revista de Economia Política**, v. 13, n. 2 (50), p. 61-75, abr.-jun. 1993. Disponível em: <http://www.rep.org.br/pdf/50-4.pdf>. Acesso em 13 out. 2014.

DAMICO, F. S. A Lei de Say. **Ensaio FEE**, v. 6, n. 1, p. 105-120, 1985. Disponível em: <<http://revistas.fee.tcche.br/index.php/ensaios/article/view/903>>. Acesso em 14 set. 2013.

DAVIDSON, P. *Controversies in Post Keynesian economics*. Brookfield: Edward Elgar, 1991.

\_\_\_\_\_. *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Cheltenham: Edward Elgar, 1994.

EICHNER, A. S. *The Megacorp and Oligopoly: micro foundations of macrodynamics*. Cambridge: Cambridge University Press, 1976.

FERRARI FILHO, F. As concepções da teoria monetária de John Maynard Keynes: um exercício cronológico. **Revista Análise Econômica**, v. 8, n. 13, p. 121-132, mar. 1990. Disponível em: <http://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/view/10348>. Acesso em 20 set. 2013.

\_\_\_\_\_. Keynes e a atualidade da teoria keynesiana. **Revista Análise Econômica**, v. 15, n. 28, p. 44-58, set. 1997. Disponível em: <<http://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/view/10544>>. Acesso em 20 set. 2013.

\_\_\_\_\_. As concepções teórico-analíticas e as proposições de política econômica de Keynes. **Revista Economia Contemporânea**, v. 10, n. 2, p. 213-236, maio-ago. 2006a. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rec/v10n2/01>. Acesso em 20 set. 2013.

\_\_\_\_\_. A economia de Keynes e as proposições keynesianas de política econômica. In: FERRARI FILHO, F. (Org.). **Teoria Geral setenta anos depois – ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana**. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2006b, p. 15-44.

FERRARI FILHO, F.; CONCEIÇÃO, O. A. C. A noção da incerteza nos pós-keynesianos e institucionalistas: uma conciliação possível? **Nova Economia**, v. 11, n. 1, p. 99-122, jul. 2001. Disponível em: <http://web.face.ufmg.br/face/revista/index.php/novaeconomia/article/view/384>>. Acesso em 20 set. 2014.

FIOCCA, D. *A oferta de moeda na macroeconomia keynesiana*. São Paulo: Paz e Terra, 2000.

FONTANA, G. *The making of monetary policy in endogenous money theory: an introduction*. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 24, n. 4, p. 503-509, Summer, 2002. Disponível em: <

<http://www.jstor.org/discover/10.2307/4538795?sid=21105099336341&uid=3737664&uid=2&uid=4>>. Acesso em 25 out. 2014.

FREITAS, M. C. P. Moeda endógena e passividade bancária: uma análise crítica da abordagem ‘horizontalista’ e da teoria do circuito monetário. **Revista de Economia Política**, v. 19, n. 4 (76), p. 144-133, out.-dez., 1999. Disponível em: < <http://www.rep.org.br/pdf/76-7.pdf>>. Acesso em 21 ago. 2014.

\_\_\_\_\_. A evolução dos Bancos Centrais e seus desafios no contexto da globalização financeira. **Estudos Econômicos**, v. 30, n. 3, p. 397-417, jul.-set. 2000.

\_\_\_\_\_. Banco Central Independente e coordenação de políticas macroeconômicas: lições para o Brasil. **Economia e Sociedade**, v. 15, n. 2 (27), p. 269-293, ago. 2006. Disponível em: < [http://econpapers.repec.org/article/eucancoec/v\\_3a27\\_3ay\\_3a2006\\_3ap\\_3a269-293.htm](http://econpapers.repec.org/article/eucancoec/v_3a27_3ay_3a2006_3ap_3a269-293.htm)>. Acesso em 22 nov. 2014.

GOODFRIEND, M.; KING, R. *The New Neoclassical Synthesis and the role of monetary policy*. In: BERNANKE, B.; ROTEMBERG, J. (Ed.). **NBER Macroeconomics Annual 1997**, v. 12, Cambridge: MIT Press, pp. 231-296, 1997. Disponível em: < <http://www.nber.org/chapters/c11040.pdf>>. Acesso em 22 nov. 2014.

GOUDARD, G. C., TERRA, F. H. B. Medidas macroprudenciais: um debate essencialmente keynesiano. In: VI Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, Vitória, ago. 2013. **Anais do VI Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira**. Vitória, ago. 2013.

HANNSGEN, G. *The Transmission Mechanism of Monetary Policy: a critical review*. **The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper**, n. 412, p. 1-26, out. 2004. Disponível em: < <http://www.levyinstitute.org/publications/the-transmission-mechanism-of-monetary-policy>>. Acesso em 07 jan. 2015.

KEYNES, J. M. *A Tract on Monetary Reform*. 1930. (*The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. V), London: Royal Economic Society, 1971a.

\_\_\_\_\_. *A Treatise on Money: the Pure Theory of Money*. 1930. (*The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. V), London: Royal Economic Society, 1971b.

\_\_\_\_\_. *A Treatise on Money: the Applied Theory of Money*. 1930. (*The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. V), London: Royal Economic Society, 1971c.

\_\_\_\_\_. *The Monetary Policy of the Labour Party, the New Statesman and Nation, 17 and 24 September*. 1932. (*The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. XV), London: Royal Economic Society, 1982.

\_\_\_\_\_. *The General Theory of Employment Interest and Money*. New York: harcourt, Brace&Co, 1936. Trad. Bras. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

\_\_\_\_\_. *The 'Ex-Ante' Theory of the Rate of Interest*. *The Economic Journal*, v. 47, n. 188, dec. 1937. Trad. Bras. A Teoria *ex-ante* da taxa de juros. In: **Clássicos de Literatura Econômica – textos selecionados de Macroeconomia**. 3. ed. Brasília: IPEA, 2010. Disponível em: < [http://www.ipea.gov.br/porta1/images/stories/livro\\_classicosdeLiteratura.pdf](http://www.ipea.gov.br/porta1/images/stories/livro_classicosdeLiteratura.pdf)>. Acesso em 20 ago. 2014.

LIBÂNIO, G. A. Um enfoque keynesiano sobre a credibilidade da política monetária. **Revista de Economia Política**, v. 20, n. 4 (80), p. 68-82, out.-dez. 2000. Disponível em: < <http://www.rep.org.br/pdf/80-5.pdf>>. Acesso em 14 jul. 2014.

\_\_\_\_\_. Temas de política monetária: uma perspectiva pós-keynesiana. **Textos para discussão**, n. UFMG: CEDEPLAR, p. 1-22, 2004. Disponível em: < <http://www.cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD%20229.pdf>>. Acesso em 20 maio 2014.

MADI, M. A. C. **Política Monetária no Brasil: uma interpretação pós-keynesiana**. 1993. 219 f. Tese (Doutorado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1993. Disponível em: < <http://www.bibliotecadigital.unicamp.br/document/?code=vtls000069916>>. Acesso em 25 set. 2014.

MENDONÇA, H. F. Metas para a Taxa de Câmbio, Agregados Monetários e Inflação. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 1 (85), p. 34-52, jan.-mar. 2002. Disponível em: < <http://www.rep.org.br/pdf/85-3.pdf>>. Acesso em 04 dez. 2014.

MINSKY, H. P. *John Maynard Keynes*. Nova York: Columbia University Press, 1975.

\_\_\_\_\_. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

MODENESI, A. M. **Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real**. Barueri: Manole, 2005.

MOGGRIDGE, D. E. **As ideias de Keynes**. São Paulo: Ed. Cultrix Ltda, 1976.

MOLLO, M. L. R. Ortodoxia e Heterodoxia Monetárias: a Questão da Neutralidade da Moeda. **Revista de Economia Política**, v. 24, n. 3 (95), p. 323-243, jul.-set. 2004. Disponível em: < <http://www.rep.org.br/pdf/95-1.pdf>>. Acesso em 23 out. 2013.

MOREIRA, R. R. Revisitando as críticas pós-keynesianas à Nova Síntese Neoclássica: questões de política monetária. **Análise Econômica**, v. 30, n. 57, p. 77-105, mar. 2012. Disponível em: < <http://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/view/16178>>. Acesso em 20

set. 2014.

OREIRO, J. L. Economia Pós-Keynesiana: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros. **Ensaio FEE**, v. 32, n. 2, p. 283-312, nov. 2011. Disponível em: < <http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaio/article/viewFile/2367/2978>>. Acesso em 20 jul. 2014.

OREIRO, J. L.; NEVES, J. L. O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica. **Ensaio FEE**, v. 29, n. 1, p. 101-132, jun. 2008. Disponível em: < <http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaio/article/viewFile/2164/2548>>. Acesso em 26 jul. 2014.

PALLEY, T. *A post-Keynesian framework for monetary policy: why interest rate operating procedures are not enough*. In: GNOS, C., ROCHON, L. P. (Ed.). **Post-Keynesian Principles of Economic Policy**, Cheltenham: Edward Elgar, 2006, p. 81-101. Disponível em: < [http://ricardopanza.com.ar/files/macro2/Macro II Palley Thomas A Postkeynesian Framework for Monetary Policy.pdf](http://ricardopanza.com.ar/files/macro2/Macro%20II%20Palley%20Thomas%20A%20Postkeynesian%20Framework%20for%20Monetary%20Policy.pdf)>. Acesso em 23 ago. 2014.

\_\_\_\_\_. *Monetary Policy and Central Banking after the Crisis: The Implications of Rethinking Macroeconomic Theory*. **Macroeconomic Policy Institut Working Paper**, n. 8, jun., 2011. Disponível em: < <http://www.utexas.edu/lbj/sites/default/files/file/news/Monetary%20Policy%20After%20Crisis%20rethinking%20macroeconomic%20theory.pdf>>. Acesso em 13 set. 2014.

PAULA, L. F. R. Liquidez e zeragem automática: crítica da crítica. **Estudos Econômicos**, v. 26, n. 3, p. 411-439, set.-dez. 1996. Disponível em: < [http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/liquidez\\_e\\_zeragem\\_automatica\\_uma\\_treplica.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/liquidez_e_zeragem_automatica_uma_treplica.pdf)>. Acesso em 22 dez. 2014.

\_\_\_\_\_. Comportamento dos bancos, posturas financeiras e oferta de crédito: de Keynes a Minsky. **Análise Econômica**, v. 16, n. 29, p. 21-38, mar. 1998. Disponível em: < <http://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/view/10556>>. Acesso em 25 out 2014.

\_\_\_\_\_. Dinâmica da firma bancária: uma abordagem não convencional. **Revista Brasileira de Economia**, v. 53, n. 3, p. 323-356, jul.-set. 1999. Disponível em: < [http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/dinamica\\_firma\\_bancaria\\_uma\\_abordagem.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/dinamica_firma_bancaria_uma_abordagem.pdf)>. Acesso em 20 set. 2014.

\_\_\_\_\_. Teoria Horizontalista da Moeda e do Crédito: crítica da crítica. **Estudos Econômicos**, v. 33, n. 2, p. 325-352, jun. 2003. Disponível em: < <http://www.scielo.br/pdf/ee/v33n2/v33n2a04>>. Acesso em 21 ago. 2014.

\_\_\_\_\_. Macroeconomia aberta em contexto de globalização financeira: algumas notas em uma perspectiva pós-keynesiana. In: FERRARI FILHO, F. (Org.). **Teoria Geral setenta anos depois – ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana**. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2006, p. 179-206.

\_\_\_\_\_. Política econômica para o crescimento e estabilidade macroeconômica: uma abordagem keynesiana com uma referência ao Brasil. In: SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. (Org). **Economia do Desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 217-238.

POOLIN, R. *Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence*. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 13, n. 3, p. 366-396, Spring, 1991. Disponível em: < <http://www.jstor.org/discover/10.2307/4538249?sid=21105099336341&uid=4&uid=2&uid=3737664>>. Acesso em 21 set. 2014.

RESENDE, M. F. C. O circuito *finance-investimento-poupança-funding* em economias abertas. **Revista de Economia Política**, v. 28, n. 1 (109), p. 136-154, jan.-mar. 2007. Disponível em: < <http://www.scielo.br/pdf/rep/v28n1/a07v28n1>>. Acesso em 06 jan. 2014.

RIBEIRO, E. M. O. **A demanda de reservas bancárias no Brasil**. 2004. 60 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas (FGV), Rio de Janeiro, 2004. Disponível em: < <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/7872/000359192.pdf?sequence=1>>. Acesso em 10 nov. 2014.

SAWYER, M. *Money, interest rates and unemployment: changes in Keynes's analysis from Treatise to General Theory*. In: FERRARI FILHO, F. (Org.). **Teoria Geral setenta anos depois – ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana**. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2006, p. 85-112.

\_\_\_\_\_. *Seeking to reformulate macroeconomic policies. 3rd bi-annual conference of the CEMF: Post Keynesian Principles of Economic Policy*, Dijon (France): University of Burgundy, 2007. Disponível em: < [http://www.boeckler.de/pdf/v\\_2007\\_10\\_26\\_Sawyer.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/v_2007_10_26_Sawyer.pdf)>. Acesso em 15 set. 2014.

SICSÚ, J. A negação da ineficácia da política monetária: a alternativa de Keynes e dos pós-keynesianos. **Análise Econômica**, v. 15, n. 28, p. 80-107, set. 1997a. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/negacaoineficacia.pdf>>. Acesso em 20 jan. 2014.

\_\_\_\_\_. Reputação das Autoridades Monetárias e Credibilidade das suas Políticas: uma abordagem pós-keynesiana. **Estudos Econômicos**, v. 27, n. 1, p. 5-27, jan.-abr. 1997b. Disponível em: < [http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/reputacao\\_das\\_autoridades\\_monetarias.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/reputacao_das_autoridades_monetarias.pdf)>. Acesso em 20 mar. 2014.

\_\_\_\_\_. Políticas não monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana. **Análise Econômica**, v. 21, n. 39, p. 1-24, mar. 2003. Disponível em: < <http://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/view/10725>>. Acesso em 15 maio 2014.

TERRA, F. H. B. **A dívida líquida do setor público no Brasil pós-Real: uma interpretação keynesiana**. 2011. 161 f. Tese (Doutorado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), Porto Alegre, 2011. Disponível em:

<<http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/36100>>. Acesso em 25 maio 2014.

TORRES FILHO, E. T. A economia monetária, a poupança e o financiamento do *Tratado à Teoria Geral*. **Revista de Economia Política**, v. 11, n. 2 (42), p. 26-39, abr.-jun. 1991.

Disponível em: < <http://www.rep.org.br/pdf/42-3.pdf>>. Acesso em 21 set. 2013.

VENCESLAU, H. M.; PEDRAS, G. B. V. Organização do mercado financeiro no Brasil. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Org.). **Dívida Pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009, p 339-358. Disponível em: <

[http://www3.tesouro.gov.br/divida\\_publica/downloads/livro/livro\\_eletronico\\_completo.pdf](http://www3.tesouro.gov.br/divida_publica/downloads/livro/livro_eletronico_completo.pdf)>. Acesso em 23 nov. 2014.

WEINTRAUB S.; WALLICH, H. *A Tax-based incomes policy* In: WEINTRAUB, S. (Org.). **Keynes, Keynesians and Monetarists**. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 1978.