

Kaio Augusto Pinto Alli

A política monetária em Keynes como um conjunto de regras para a estabilização econômica



ARARAQUARA – S.P.  
2016

Kaio Augusto Pinto Alli

A política monetária em Keynes como um conjunto de regras para a estabilização econômica

Trabalho de Dissertação de Mestrado, apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências e Letras – Unesp/Araraquara, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia.

**Linha de pesquisa:** Teoria econômica

**Orientador:** Prof. Dr. Mario Luiz Possas

ARARAQUARA – S.P.  
2016

Alli, Kaio

A política monetária em Keynes como um conjunto de regras para a estabilização econômica / Kaio Alli – 2016

100 f.

Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Estadual Paulista "Júlio de Mesquita Filho", Faculdade de Ciências e Letras (Campus Araraquara)  
Orientador: Mario Luiz Possas

1. Teoria econômica. I. Título.

KAIO AUGUSTO PINTO ALLI

A política monetária em Keynes como um conjunto de regras para a estabilização econômica

Trabalho de Dissertação de Mestrado, apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências e Letras – Unesp/Araraquara, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia.

**Linha de pesquisa:** Teoria econômica

**Orientador:** Prof. Dr. Mario Luiz Possas

Data da defesa: 06/09/2016

**MEMBROS COMPONENTES DA BANCA EXAMINADORA:**

---

**Presidente e Orientador:** Prof. Dr. Mario Luiz Possas/ UFRJ.

---

**Membro Titular:** Prof. Dr. Mário Augusto Bertella/ UNESP

---

**Membro Titular:** Prof. Dr. Giuliano Contento de Oliveira/ UNICAMP.

**Local:** Universidade Estadual Paulista  
Faculdade de Ciências e Letras  
**UNESP – Campus de Araraquara**

Para minha família, meu pai Itamar Alli, minha mãe Marcia Alli, e minha irmã Ana Eliza Alli, que sempre estiveram do meu lado me incentivando e dando suporte para ir à busca de todos os meus sonhos; aos meus avós, Nelson Alves, Marcia Margarida, e Maria Thereza que são um exemplo de vida para mim; ao meu avô Aymar Alli, hoje ausente, que levo comigo no meu coração e sei que está hoje aqui, presente comigo neste grande momento.

## AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Dr. Mario Luiz Possas, que me orientou neste projeto e me proporcionou um grande aprendizado em todas as nossas reuniões, sempre com bons conselhos e muita dedicação.

A turma do Programa de Pós-Graduação em Economia da UNESP, que fez ser tão especial esse período em minha vida. Em especial aos amigos Gabriel Reis e Paulo Pedroso, companheiros em várias noites de estudos e lutas para chegar até esse momento. A minha namorada Tayna Botan, que sempre me deu apoio e confiou no meu potencial para esta conquista.

A República Cafundó, que me acolheu na cidade de Araraquara-SP e me proporcionou grandes amigos que levarei para sempre em minha vida.

“O pato selvagem mergulhou até o fundo – o mais fundo que pôde chegar – e agarrou-se firmemente à vegetação, às algas e ao lodo ali existentes; seria necessário um cão extremamente hábil para mergulhar e trazê-lo de volta à superfície”.

J.M. Keynes

## RESUMO

Partindo da teoria de Keynes sobre o funcionamento da economia - que é marcada pela necessidade de os agentes tomarem decisões acerca de um futuro incerto - e tendo por base o já tradicional debate regras *versus* discricionarieade, esta pesquisa propõe uma investigação sobre a política monetária em Keynes, tentando sugerir que esta não deve, necessariamente, ser feita de maneira discricionária pela Autoridade Monetária, ao contrário do que afirmam alguns keynesianos e pós-keynesianos. Queremos mostrar que a adoção de certas regras que possibilitam gerar confiança e credibilidade entre os agentes econômicos, em busca da estabilidade dos preços e do ambiente macroeconômico, pode ser uma orientação política compatível com a teoria keynesiana.

**Palavras – chave:** Teoria keynesiana; Política Monetária; regras *versus* discricionarieade.



## ABSTRACT

Starting from Keynes's theory of the functioning of the economy – which is marked by the need for agents to make decisions about an uncertain future – and based on the traditional debate rules versus discretion, this study proposes a research on monetary policy according to Keynes and the Post-Keynesians, trying to suggest that this should not necessarily be done in a discretionary way by the Monetary Authority, contrary to what some Keynesians and post-Keynesians hold. We intend to show that the adoption of certain rules that make it possible to build trust and credibility among economic agents, in pursuit of stability both of prices and the macroeconomic environment, can be a political orientation compatible with Keynesian theory.

**Keywords:** Keynesian Theory; Monetary policy; rules versus discretion.

**LISTA DE FIGURAS**

Figura 1 Equilíbrio Subótimo e Ótimo .....	31
Figura 2 O regime monetário de metas de inflação em um modelo pós-keynesiano.....	61
Figura 3 Modelo de regra de política monetária com a incorporação da taxa de câmbio à luz de Keynes e dos pós-keynesianos.....	93

**LISTA DE QUADROS**

Quadro 1 O jogo de Política Monetária entre a Autoridade Monetária e o agente econômico.....	32
Quadro 2 A regra no sentido de Friedman .....	38
Quadro 4 Mecanismo de transmissão da política monetária para Economias Abertas..	82

**LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 Vantagens e Desvantagens do Regime de Metas de Inflação.....	45
Tabela 2 Questionamentos acerca da regra de Taylor .....	49
Tabela 3 Argumentos em favor das regras .....	52
Tabela 4 Argumentos em favor da discricionarietà .....	55
Tabela 5 Os principais benefícios adquiridos ao incorporar o regime monetário de metas de inflação com o receituário teórico de Keynes e dos pós-keynesianos.....	62
Tabela 6 Os principais benefícios adquiridos ao incorporar a regra de Taylor com o receituário teórico de Keynes e dos pós-keynesianos .....	65
Tabela 7 Os objetivos imediatos da política monetária do arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos .....	70
Tabela 8 Os aspectos cruciais da política cambial em uma economia monetária da produção .....	73

## SÚMARIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	15
<b>2 BREVES CONSIDERAÇÕES ACERCA DE KEYNES E A ECONOMIA MONETÁRIA DA PRODUÇÃO</b> .....	17
2.1 Moeda e liquidez.....	19
2.2 Moeda e Investimento .....	20
2.3 Incerteza e expectativa.....	21
2.4 Estado de Expectativa e incerteza.....	25
<b>3 O DEBATE REGRAS VERSUS DISCRICIONARIEDADE</b> .....	29
3.1 Origens do debate regras <i>versus</i> discricionariiedade .....	29
3.1.2 O modelo de Kydland e Prescott (1977) .....	29
3.1.3 O modelo de Barro e Gordon (1983) .....	33
3.1.4 O debate entre os pós-keynesianos.....	34
3.2 Diferença entre Regra e Política Passiva.....	36
3.2.1 A Regra no sentido de Friedman .....	37
3.2.2 A ineficácia da política monetária .....	39
3.2.3 O equívoco entre Regra e Política Passiva .....	41
3.3 O que é considerado como regra pelo <i>mainstream</i> na política monetária.....	43
3.4 O regime monetário de metas de inflação .....	43
3.4.1 Arcabouço teórico .....	43
3.4.2 Desenho institucional .....	44
3.4.3 Vantagens e desvantagens do regime monetário de metas de inflação.....	45
3.5 Regra de Taylor.....	46
3.5.1 Arcabouço Teórico .....	46
3.5.2 Críticas à Regra de Taylor .....	47
3.6 Argumentos em favor das regras.....	49
3.7 O que é considerado como discricionariiedade.....	52
3.8 Argumentos a favor da discricionariiedade .....	53
3.9 Considerações Adicionais .....	55
<b>4. UMA PROPOSTA ALTERNATIVA À LUZ DE KEYNES E DOS PÓS-KEYNESIANOS</b> .....	57
4.1 Metas de Inflação em uma economia Keynesiana .....	57
4.1.1 O modelo de Mark Setterfield.....	58
4.1.2 Os principais benefícios adquiridos ao incorporar o regime monetário de metas de inflação com o receituário teórico de Keynes e dos pós-keynesianos.....	61
4.2 Regra de Taylor pela óptica Keynesiana.....	63

4.2.1 Os principais benefícios adquiridos ao incorporar a regra de Taylor com o receituário teórico de Keynes e dos pós-keynesianos .....	64
4.3 Breves considerações acerca da política monetária em Keynes .....	66
4.3.1 A importância das políticas econômicas para o arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos.....	66
4.3.2 A política monetária no arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos....	67
4.3.3 Os objetivos da política monetária no arcabouço teórico de Keynes e dos pós- keynesianos .....	68
4.4 Breves considerações acerca da política cambial em Keynes .....	71
4.5 A existência do elemento contra-cíclico no arcabouço teórico de Keynes e dos pós- keynesianos .....	74
4.6 A importância da coordenação entre as políticas econômicas no arcabouço teórico de Keynes e do pós-keynesianos.....	77
4.7 Um modelo de regra de política monetária para incorporar uma variável representativa de modificações na conjuntura internacional econômica .....	80
4.7.1 Breve revisão de alguns modelos que incorporam a taxa de câmbio nas regras de política monetária.....	83
4.7.2 . Uma tentativa de proposta alternativa de política monetária como regras para a estabilização do ciclo econômico à luz de Keynes e dos pós-keynesianos.....	90
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	94
REFERÊNCIAS .....	97

## 1 INTRODUÇÃO

As proposições abordadas por Keynes em seus trabalhos não podem ser vistas apenas a partir de uma consideração estanque de elementos, mas como a proposta de um modelo novo que se apresente como referência teórica para a economia, cujos comportamentos afetam o modo pelo qual as variáveis monetárias devem ser estudadas, ou seja, sua abordagem não se limita a uma situação específica, mas busca a funcionalidade da economia em todas as suas situações relevantes.

O presente trabalho tem por objetivo fazer uma releitura das ideias apresentadas acerca da política monetária de Keynes e dos pós-keynesianos, que diferentemente da visão ortodoxa, para quem a política monetária não consegue causar efeitos permanentes sobre o lado real da economia, as políticas no arcabouço teórico keynesiano, de maneira geral, buscam como principais objetivos o pleno emprego e a estabilidade.

Em se tratando de política monetária, na perspectiva de Keynes e dos pós-keynesianos, pelo fato de vivermos em um ambiente econômico incerto, em que os agentes apostam no mercado sua riqueza na intenção de acumular mais dela no futuro, a política monetária deve ser operacionalizada de tal forma a direcionar e estabilizar as expectativas dos agentes privados, gerando a possibilidade de crescimento apoiado em maior incentivo ao investimento.

Levaremos em consideração as características de uma “economia monetária da produção” segundo Keynes, assim como o já tradicional debate regras *versus* discricionariedade da política monetária. Este teve sua origem no confronto entre os *bullionistas* e os *antibullionistas* que ocorreu durante as primeiras décadas do século XIX; e na controvérsia teórica entre a *Currency School* (Escola do meio-circulante), a *Banking School* (Escola Bancária) e a *Free Banking School* (Escola dos Bancos Livres) por volta da terceira década do século XIX e posteriormente ganhou maior destaque com os trabalhos de Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1983). Procuraremos mostrar que as perspectivas de Keynes e da teoria pós-keynesiana permitem a adoção de algumas regras para a política monetária, com o intuito de perseguir maior estabilidade no sistema de preços e o crescimento do nível de atividade. Assim, procuraremos mostrar que ela não deve ser pensada exclusivamente como um conjunto de ações discricionárias, como é enfatizado por boa parte dos keynesianos e pós-keynesianos, incluindo alguns autores de destaque - Tobin (1983) e Wray (2007) entre eles.

De fato, a fixação de regras de política monetária deve ser feita com o intuito de alavancar um dos principais papéis da política monetária, que é a promoção de um ambiente mais estável para a formulação de expectativas e tomada de decisões acerca do futuro. O anúncio prévio dos objetivos do governo e das ferramentas utilizadas para atingir tais objetivos não deveria sinalizar ineficácia na política, pois o comportamento dos agentes pode ser influenciado na direção do alcance de tais objetivos se forem mais claramente debatidos e entendidos.

Por fim, este trabalho não pretende formular um esquema que formate o regime de política monetária para Keynes, pois isso envolve um esforço de pesquisa que vai além do escopo deste trabalho. Porém, é clara a importância de se entender melhor o funcionamento de política econômica a partir de Keynes, para que se possam (i) compreender as decisões tomadas pelos agentes; e (ii) atuar de maneira que o ambiente econômico se torne mais estável para os que nele atuam.

Para cumprir o objetivo proposto, o trabalho contará com três capítulos, além desta introdução (cap. 1) e da conclusão. O capítulo 2 fornece a apresentação e discussão das premissas teóricas do trabalho, com o intuito de expor brevemente a teoria da “economia

monetária da produção” de Keynes, que representa uma realidade econômica inergódica, guiada pelo lado da demanda, em que os agentes se defrontam com incerteza em relação ao futuro, sendo necessário então estimular o *animal spirits* dos empresários para que eles tomem decisões em investimentos produtivos em lugar de buscar apenas liquidez, dessa forma aumentando a renda e o emprego da economia.

Exposto o marco teórico, o capítulo 3 tratará do debate sobre regras *versus* discricionariiedade na política monetária, compreendendo os argumentos a favor de cada um dos lados e investigando o que hoje é considerado como regra e como discricionariiedade da política monetária para os *policymakers*.

No quarto capítulo busca-se compreender se a política monetária nas perspectivas de Keynes e dos pós-Keynesianos permite a adoção de algumas regras. Esta parte se iniciará mostrando como as metas de inflação e a regra de Taylor (ou semelhante) são passíveis de ser incorporadas no arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos. A isso vai seguir a análise da possibilidade de inclusão da taxa de câmbio nesse tipo de fórmula, o que será tratado particularmente no contexto da política monetária, inclusive para o combate da inflação. Será buscada uma forma de explicitar a conexão entre a taxa de juros e a taxa de câmbio em termos de regras para a condução da política monetária, em função do *trade-off* existente entre taxa de juros e taxa de câmbio na economia. Procuraremos mostrar que uma opção desse tipo é preferível a manter apenas uma meta explícita de inflação (ao lado da meta de produto) como função exclusiva da taxa de juros, e de como isso poderia eventualmente se tornar uma regra mais realista. Serão feitas ainda considerações acerca dos elementos contra-cíclicos como parte de uma regra (ou em certos casos, como regra alternativa) para a condução da política monetária e mostrar que este elemento contra-cíclico não é apenas vinculado à política fiscal, como tratado pela maior parte da literatura, mas que também pode ser proporcionado por elementos da política monetária.

Finalmente, as considerações finais acerca do tema proposto discutem os resultados encontrados e futuras linha de pesquisa que podem ser derivadas desta.



## 2 BREVES CONSIDERAÇÕES ACERCA DE KEYNES E A ECONOMIA MONETÁRIA DA PRODUÇÃO

O modelo de economia que trataremos neste capítulo é aquele proposto por Keynes, ou seja, uma “economia monetária da produção”. Este modelo difere muito daquele proposto por Marshall e pelos autores (neo)clássicos, que retratam uma economia em que a moeda é neutra, uma economia de trocas reais.

Nesse aspecto, a principal diferença entre esses dois modelos de economia está no sentido do uso da moeda. De acordo com Keynes (1933a), em uma “economia monetária da produção” justamente por não ser a moeda considerada neutra, expansões e depressões são fenômenos considerados comuns de acontecerem.

Com o intuito de expor melhor a diferença entre esses tipos de economia, Keynes (1933b) argumenta que a “economia cooperativa” e a “economia neutra” são bons exemplos de modelos econômicos em que os pressupostos da teoria neoclássica são satisfeitos. Segundo Keynes (1933b), uma “economia cooperativa” tem como característica o fato de qualquer fator de produção receber como remuneração uma quantidade já estipulada do produto corrente esperado, seja em espécie ou como algo que possua o mesmo valor de troca de tal quantidade do produto. Já na “economia neutra”, o início do processo produtivo depende de um grupo de produtores adquirir os fatores de produção com moeda, visando a obter um reembolso que lhe proporcione gastar, direta ou indiretamente, na compra de seu próprio produto corrente.

Ademais, Keynes (1978, p.408) sustenta que:

A economia clássica é uma economia que usa o dinheiro, mas meramente como um elo neutro de transações entre coisas reais e ativos reais e que não afeta motivos ou decisões, e, por isso, pode ser chamada – na falta de melhor nome – uma economia de troca real ou neutra, cooperativa, de salário real.

O que queremos dizer é que tais tipos de modelos econômicos, não representam o tipo de sociedade em que vivemos nos dias de hoje. Nossa sociedade é melhor retratada pela “economia monetária da produção”, uma economia guiada pelo lado da demanda, cujas firmas são os principais agentes econômicos e tomam a decisão de investir em um ambiente marcado pela incerteza de acontecimentos futuros.

Chick (1936) mostra que a economia explicitada por Keynes é uma economia industrial, de forma capitalista, que apresenta um refinado sistema financeiro, com o intuito de ocupar o lapso existente entre a posse do capital por uns poucos e a exigência de haver uma ampla fonte de fundos para financiar essa posse.

Para Garlipp (2004), o conceito de economia monetária em Keynes está vinculado a uma concepção específica da forma de atuar e compreender o funcionamento de uma economia capitalista moderna.

Notaremos ao longo deste capítulo que uma economia monetária de produção é bem mais complexa do que uma economia considerada de trocas reais, pois nela a incerteza influencia não somente o modo de decisão, mas também a própria natureza deste tipo de economia.

Assim, Keynes (1979) define o sistema capitalista como uma economia monetária da produção, que apresenta como uma de suas principais características o lado de a demanda atuar como guia da dinâmica econômica, ou seja, o gasto do investimento que é feito pelos empresários é capaz de criar direta e indiretamente emprego, renda e riqueza.

Outra característica evidente neste sistema é o fato de a moeda nunca ser neutra, isto se deve, por ser um ativo que os agentes demandam e pela sua habilidade de ao longo do tempo manter o poder de comando com liquidez absoluta sobre o produto social. Segundo Chick (1936), todas as transações nesta economia que são consideradas de maior relevância envolvem o uso da moeda.

De acordo com Ferrari-Filho e Terra (2012), a característica fundamental de uma economia monetária está centrada no fato de que a moeda é um ativo desejado pela sua capacidade de se adaptar às alterações de expectativa por parte dos agentes, pois ela é capaz de conservar o poder de compra sobre a riqueza social ao longo do tempo, o que lhe garante liquidez absoluta para realizar as transações econômicas.

Garlipp (2004) acrescenta que não é apenas a presença de dinheiro que confere uma relevante particularidade para distinguir a economia monetária das demais economias, mas sim o caráter ativo da moeda, ou seja, nesse tipo de economia a moeda não é neutra.

Em outras palavras, numa economia monetária a moeda não é neutra porque, neste tipo de economia, as mudanças de prisma em relação ao futuro conseguem ter influência sobre o volume de emprego (v. Ferrari-Filho e Terra, 2012).

Keynes (1985, p.140) mostra que os agentes demandam moeda para satisfazer três objetivos: o motivo transação, que é relacionado à compra e venda das mercadorias, sendo intimamente ligado ao volume de rendimento e do emprego afinal, na medida em que a produção e emprego aumentam, a massa de salários e o gasto monetário, bem como eventualmente os preços, tendem a se elevar, o que acarreta o crescimento da procura de dinheiro; o motivo precaução, que consiste no fato de as pessoas e as empresas considerarem relevante possuir uma reserva de moeda para atender eventuais necessidades; e, por fim, o motivo especulação, que vincula a demanda por dinheiro com a taxa de juros, pois este componente da preferência pela liquidez por parte dos agentes se baseia no comportamento esperado da taxa de juros.

Nesse sentido, Garlipp (2004, p.54) afirma que, “o dinheiro não pode ser visto como mero numerário, uma vez que não mantém uma correspondência unívoca com os bens, e mesmo porque as decisões são tomadas de forma descentralizada”.

Vale ressaltar que, para Keynes (1985, p. 164), nas economias monetárias de produção a moeda é considerada endógena, significando que o sistema bancário é capaz de gerar moeda além das reservas que possui no momento em que fornece empréstimos para o setor privado. Além disso, Keynes mostra que o volume de moeda em circulação depende tanto da quantidade de empréstimos que o setor privado deseja obter, quanto da preferência pela liquidez dos bancos, responsáveis por definir o montante das demandas privadas por moedas que serão financiadas.

Desta forma, nas circunstâncias características de uma economia monetária da produção, o dinheiro é uma garantia de reserva de poder de compra, ou seja, ele não só funciona como um numerário que facilita as trocas, mas também constitui uma reserva de valor devido a suas características (v. Garlipp, 2004).

Em se tratando das propriedades da moeda nessa economia, Ferrari-Filho e Conceição (2001) afirmam que estas são fundamentais para destacar a importância que a moeda possui na economia monetária, pois elas permitem que a moeda ofereça segurança contra a incerteza, na medida em que aproxima, por meio de contratos monetários, passado, presente e futuro, possibilitando alguma coordenação da atividade econômica.

## 2.1 MOEDA E LIQUIDEZ

Mas, quais seriam essas características da moeda que fazem com que a sua taxa de retorno (a taxa de juros monetária) se torne muito atraente no mercado? Keynes (1985, p. 161) cita como características: em primeiro lugar, a elasticidade de produção igual à zero, tanto no curto como no longo prazo, significando, que a moeda é um ativo que as empresas privadas não são capazes de produzir; segundo, ela possui uma elasticidade de substituição igual ou próxima de zero, por ser o principal meio de troca dessa economia, não havendo motivos para que os agentes desejem trocá-la por outro meio; finalmente, por possuir tais características, a moeda é capaz de satisfazer a preferência pela liquidez de todos os agentes.

Oreiro (2011, p.292) observa nesse sentido que, para Keynes:

[...] para que um complexo sistema de contratos em moeda fosse viável, seria necessário que a moeda tivesse algumas propriedades para garantir a sua sobrevivência. Essas propriedades se relacionam essencialmente às restrições quanto à sua criação pelos agentes. Para Keynes, a moeda em uma economia monetária da produção seria caracterizada por elasticidades de produção e substituição nulas ou negligenciáveis. Essas propriedades sustentariam a liquidez da moeda, isto é, sua capacidade de liquidar dívidas [...].

De acordo com Keynes (1985, p.165), é em função de os salários e as dívidas serem idealizados em termos de moeda, e de se apresentarem de uma forma estável ao longo do período (curto), que a moeda possui um prêmio de liquidez tão elevado.

Desta forma, segundo Garlipp (2004, p.65) o dinheiro:

[...] é o único ativo que permanece “escasso” na economia monetária e empresarial mesmo quando todos os outros sejam abundantes, porque, vale insistir, é a forma para a qual tende todo o capital, na busca de realizar rendimentos esperados [...].

Assim, Andrade (1987) afirma que, em uma economia monetária, o dinheiro é como ele denomina “o refúgio do tempo”, pois é para o dinheiro que as pessoas se dirigem, buscando um porto seguro para as suas previsões acerca do futuro próximo incerto.

Portanto, em uma economia monetária, é esse conjunto de fatores que torna a moeda um elemento fundamental no sistema econômico e apresenta tamanha atração para os agentes, a ponto de estarem dispostos a mantê-la entesourada caso o cenário se apresente turbulento e as incertezas estejam agravadas.

Diante disso, de acordo com Andrade (1987), Keynes atribuí ao dinheiro a particularidade de ser um elo sutil que conecta o presente ao futuro, ou seja, o agente por meio da posse do dinheiro busca se resguardar de toda a desconfiança e da decepção acerca das possibilidades dos acontecimentos futuros e, por isso, como riqueza em sua forma mais líquida possível constitui-se na melhor defesa contra o incerto devir econômico.

Segundo Garlipp (2004), é o ambiente incerto que permite ao dinheiro a propriedade e a competência de se diferenciar de um mero meio de troca ou unidade de conta, pois o dinheiro é o esconderijo dos compromissos cruciais, é o delongador das obrigações de tomada de decisões de grande alcance por parte dos agentes.

## 2.2 MOEDA E INVESTIMENTO

Como mostra Keynes (1985, p.163), a moeda também é um dos vários ativos que podem ser escolhidos no processo de investimento, em função de seu prêmio de liquidez máxima e não devido ao retorno pecuniário que oferece, pois, o mesmo é nulo. Keynes observa que a moeda se diferencia de todos os demais ativos desta economia, por possuir um prêmio de liquidez maior que o custo necessário para a sua manutenção. Porém, se depois de feita a precificação dos ativos, a moeda for considerada como a melhor opção, o que se obtém é cautela e não investimento.

Para Keynes (1985, p.61), o processo de investimento se realiza em duas etapas logicamente distintas, embora não sejam separadas no tempo: primeiro é feita uma precificação dos diferentes ativos por parte do empresário, sendo este o modo pelo qual é calculada a expectativa de retorno de cada investimento; em seguida o investimento total é consolidado em certa composição do portfólio de ativos.

Desta maneira, se não predominar de forma absoluta a preferência pela liquidez, o investimento se direcionará a ativos de duas naturezas: os de capital produtivo, que envolvem transações de bens e serviços provenientes da produção, e se situam na circulação industrial, de acordo com Keynes (1985, p.62); e os que envolvem a comercialização de moeda à vista por moeda futura, ou ativos financeiros, que não implicam imediatamente produção, podendo (ou não) se tornar instrumentos intermediários para financiá-la.

O ponto a que queremos chegar é que, diferentemente de uma economia de trocas reais, em uma economia monetária de produção, para Keynes, a firma não possui nenhuma outra meta que não a de terminar com mais dinheiro do que quando começou o seu processo produtivo; em outras palavras, é a posse de riqueza sob forma de moeda que determina o comando sobre os recursos, o que é imprescindível às decisões de gasto do empresário com implicações sobre o emprego e renda, como também às decisões de gasto por parte dos trabalhadores.

É importante destacar que, em uma economia monetária, as decisões dos agentes são descentralizadas e competitivas, sendo seu objetivo maior não a materialização da produção para o consumo próprio, mas para o mercado, tendo em vista incrementar a sua riqueza; além disso, essa economia é caracterizada pela presença de contínuas flutuações nas suas principais variáveis (v. Garlipp, 2004).

Além disso, Keynes mostra que, na economia capitalista, o dinheiro garante ao empresário a possibilidade de aumentar sua riqueza mesmo quando não há aumento da produção ou do trabalho. Dillard (1984, p.423) argumenta que “o dinheiro afeta a produção diretamente porque, se os homens de negócio não podem converter a produção corrente em dinheiro, o objetivo da produção será detido e os assalariados sofrerão o desemprego”.

Em suma, conforme Garlipp (2004) pode-se afirmar, fazendo uma referência a Marx, que Keynes particulariza o objetivo do agente, pela representação de que a natureza da produção na economia capitalista só seria M-D-M (mercadoria, dinheiro, mercadoria), se estivermos adotando o ponto de vista do consumidor, pois essa não é a posição do empresário cuja é descrita mais apropriadamente por D-M-D (dinheiro, mercadoria, dinheiro). Nesta economia, os empresários apostam no mercado sua riqueza na intenção de acumular mais desta riqueza no futuro, iniciando com dinheiro, por intermédio de alguma mercadoria (ou da sua produção), com o intuito de gerar mais dinheiro ao final ( $D' > D$ ).

Portanto, em uma economia capitalista, a moeda faz com que seja possível a separação dos atos de compra e venda; em outras palavras, nem tudo o que é produzido é vendido, ou poderá ser vendido com defasagem, como decorrência do princípio da demanda efetiva. Existe um período de tempo que transcorre entre a produção e a venda, tempo esse, necessário para que haja a remuneração dos fatores de produção e para que os custos dos empresários sejam pagos e seus lucros realizados, se for o caso.

Ademais, caso haja um abatimento na expectativa empresarial nesta economia, a consequência direta será o desemprego involuntário, que acompanhará o arrefecimento da produção, da renda e da riqueza (p. ex. Ferrari-Filho e Terra, 2012).

Keynes (1985, cap.2, p.23) define desemprego involuntário como:

Existem desempregados involuntários quando, no caso de uma ligeira elevação dos preços dos bens de consumo assalariados relativamente aos salários nominais, tanto a oferta agregada de mão-de-obra disposta a trabalhar pelo salário nominal corrente quanto a procura agregada da mesma ao dito salário são maiores que o volume de emprego existente.

Assim, Ferrari-Filho e Terra (2012) destacam que o empresário depara com um árduo dilema, o de tomar a decisão de empregar a sua riqueza em um futuro desconhecido. Em suma, procuramos chamar a atenção para o fato de que a economia tratada neste trabalho, associada a seu caráter monetário, apresenta uma instabilidade intrínseca da produção que decorre do comportamento errático de investimentos que foram alicerçados em expectativas com bases precárias frente ao futuro incerto. A importância desta incerteza e do estado de expectativa de longo prazo dos agentes será investigada mais detidamente na próxima seção.

Enfim, na economia monetária da produção uma das formas de aumentar a riqueza do capitalista é por meio do investimento, caracterizado pela incerteza no retorno oferecido, por não fornecer bases sólidas de informação para o empresário devido ao ambiente de incerteza, que gera uma confiança limitada e sujeita a mudanças inesperadas.

### **2.3 INCERTEZA E EXPECTATIVA**

Vimos que a economia monetária da produção – ou, mais genericamente, a economia capitalista - tem como particularidade o próprio fato de ser monetária, ou seja, a moeda não é neutra. Além disso, as firmas só abrem mão de sua liquidez na perspectiva de conseguir mais riqueza do que tinham no início do processo, e ao tomar decisões os agentes formam expectativas perante um futuro incerto, que por diversas vezes pode trazer prejuízos.

De acordo com Carvalho (1988), o passado não determina o futuro em um mundo incerto; não conseguimos saber plenamente no momento presente os resultados da compra de um ativo que se espera gerar retornos por um longo período futuro. Segundo Dillard (1976), aquilo que mais chama atenção em relação ao futuro é que sabemos muito pouco ou quase nada sobre ele.

As decisões relevantes nessa economia, como as de investimentos produtivos, posse da liquidez (na forma de dinheiro ou em ativos financeiros), decisões sobre inovações tecnológicas, sobre o nível de produção corrente e sobre a manutenção de estoques, ocorrem em um ambiente incerto (Garlipp 2004). Ademais, essa economia é inerentemente instável, pois as decisões dos agentes econômicos são tomadas em um ambiente incerto (Ferrari-Filho e Conceição, 2001).

Dequech (1999) indica a incerteza como um elemento inerente ao sistema econômico capitalista, uma vez que há falta de evidências no ambiente quanto a determinado evento futuro e o conhecimento disponível é incompleto e não confiável. Além disso, o autor enfatiza que é a existência de incerteza que faz com que o agente busque o máximo possível de informações disponíveis, com o intuito de definir seu estado de expectativa, que servirá de base para a tomada de decisões.

O conceito de incerteza adotado por Keynes está associado a processos de decisão tomada em um ambiente no qual é impossível mensurar a probabilidade de ocorrência de eventos futuros, e que afeta vitalmente o funcionamento de uma economia monetária da produção. Dillard (1976) por exemplo, assinala que a falta de uma base racional e científica nas previsões feitas pelos agentes sob incerteza os obriga a decidir com base em conhecimento vago e incerto.

O grau de incerteza dos acontecimentos varia de acordo com a característica de cada evento. Assim, as decisões consideradas cruciais, tais como as de investimento, possuem um alto grau de incerteza se comparadas a decisões rotineiras de curto prazo.

De acordo com Keynes (1985, p.113), a existência de incerteza no ambiente econômico torna precária a base da informação disponível para os agentes na tomada de decisão. Há cinco fatores que contribuem para essa precariedade: o número de agentes presentes no mercado, sendo tão maior a precariedade quanto maior for o número de agentes; flutuações de curto prazo nos lucros esperados dos investimentos, ou seja, mudanças sazonais, que são mais comuns em mercados agrícolas; a psicologia das massas, que explica a tendência seguida pelo mercado, que pode sofrer alterações violentas influenciadas por repentinas mudanças de opiniões por parte dos agentes; a especulação ou a existência dos chamados investidores profissionais que tentam antecipar os resultados do mercado; e o grau de confiança depositado pelos bancos nas pessoas que buscam empréstimos.

Mas, é preciso especificar melhor o tipo de incerteza de que se fala. Segundo Garlipp (2004), a incerteza da economia monetária da produção é aquela que não fornece qualquer base científica para que o agente possa fazer um cálculo probabilístico; simplesmente não conhecemos nada a respeito. Para Oreiro (2001), a incerteza nesse tipo de economia é melhor representada pela noção atribuída a Knight e Keynes, em cuja concepção os agentes são confrontados por situações tão complexas que não são capazes de formular uma distribuição de probabilidades que seja única, aditiva e completamente segura para os resultados esperados das decisões.

De acordo com Dequech (2011), é necessário explicitar três delimitações distintas acerca da incerteza para que a essência do conceito seja alcançada. A primeira diferença é entre a incerteza substantiva e a incerteza processual; a segunda, entre a incerteza fraca e a incerteza forte; e por último, a distinção entre a incerteza ambígua e a incerteza fundamental.

Dequech (2011) mostra que existem duas subcategorias de Incerteza fraca denominadas de “risco Knightiano” e “incerteza de Savage”. O autor mostra que o “risco Knightiano” está vinculado à ação dos agentes em situações de risco, caracterizadas por probabilidades que são objetivas e conhecidas, podendo ser alicerçadas tanto pela lógica quanto por experimentos estatísticos (frequências observadas). Quanto à “incerteza de Savage”, trata-se de uma conceituação de probabilidade como uma forma (subjetiva) de pensar o mundo real, ou seja, ela admite a possibilidade de assegurar probabilidades numéricas para qualquer tipo de evento que possa vir a ocorrer no ambiente.

Não é o objetivo deste trabalho aprofundar uma discussão sobre a incerteza fraca, pois o tipo de incerteza que estamos interessados em expor e que predomina em uma economia monetária da produção, conforme Keynes, é a incerteza forte.

A incerteza processual, conforme Dequech (2011), está associada com a incerteza forte, pois, nos casos de ocorrência de incerteza processual, a realidade que configura o problema com o qual o agente é confrontado é habitado por pessoas que possuem capacidades mentais e computacionais limitadas, ou seja, os agentes consideram o problema da tomada de decisões complexo porque possuem limites em suas capacidades para resolvê-los. Este tipo de caracterização de incerteza considera que os seres humanos possuem capacidades mentais que podem ser muito limitadas para atuar em processos tão complexos e difíceis como tomar decisões deparando-se com um futuro incerto.

Outro tipo importante de incerteza forte é a “ambiguidade” ou “equivoco”, de acordo com Dequech (1999). Neste tipo de incerteza, o agente ao tentar solucionar o problema com o qual se depara, busca informações em eventos passados que possam ser úteis para guiá-lo no futuro; porém percebe que a natureza da informação que poderia leva-lo a probabilidade do acontecimento é ambígua ou equivocada, pois existe uma informação relevante para a sua análise que está escondida e não pode ser acessada.

Por fim, o conceito de incerteza fundamental é definido por Dequech (1999) como um cenário no qual pelo menos uma informação fundamental sobre algum acontecimento importante não é acessível, pois ou não existe ou não pode ser conhecida no momento da tomada de decisão.

Portanto, em uma economia monetária da produção, a incerteza é do tipo forte, em que informações relevantes para o agente no momento da tomada de decisão não podem ser acessadas, mesmo que o agente recorra ao passado, uma vez que sempre existirá uma informação crucial que não estará disponível.

Além disso, para tornar o ambiente mais nebuloso, as capacidades mentais dos agentes na economia podem não ser suficientes para que ele enxergue a solução de seu problema. Neste aspecto, Andrade (1987) enfatiza que sempre haverá um grupo de informações que não são identificadas no momento em que as expectativas são formadas.

Um ponto, mencionado antes de passagem (na referência ao “risco Knightiano”), que vale ser ressaltado ao analisar a incerteza é a diferença entre risco e incerteza. O risco se configura no cenário em que a tomada de decisão sobre um determinado evento ocorre em um contexto no qual a distribuição de probabilidade acerca do evento é conhecida. Já a incerteza caracteriza um cenário em que a tomada de decisão acerca de um determinado evento ocorre em um contexto no qual não existe uma distribuição de probabilidade para o mesmo (p. ex. Ferrari-Filho e Conceição, 2001).

Em outros termos, Oreiro (2011, pag.291) sustenta que

[...] a incerteza que circunda o processo de tomada de decisão nas economias capitalistas resulta da não ergodicidade dos processos econômicos. A não ergodicidade impede o aprendizado por parte dos agentes econômicos e, portanto, que os mesmos sejam capazes de “descobrir” a distribuição de probabilidade objetiva dos eventos futuros; [...].

Diante disso, o Estado possui um importante papel na busca por reduzir a incerteza inerente ao sistema. Como mostra Dequech (2004), o Estado é capaz de fornecer informação, englobar conhecimento prático, além de influenciar na maneira em que os agentes selecionam, organizam e interpretam as informações que estão disponíveis, ou seja, o Estado não fornece apenas incentivos, mas também influencia nos diversos

objetivos perseguidos pelos empresários e nas metas que cada indivíduo isoladamente luta para conseguir.

Para Ferrari-Filho e Terra (2012) o Estado é o único ente capaz de reunir um elevado número de informações disponíveis na sociedade, atuando, portanto, em função da coletividade e não de privilégios individuais, de forma a controlar a atividade econômica. De acordo com Dequech (2004), os contratos na economia monetária da produção, assim como outras instituições, têm a capacidade de atuar de uma forma restritiva na economia, pois limitam o comportamento dos agentes e fornecem valiosas informações acerca do ambiente, com o que os contratos conseguem afetar o comportamento desses agentes ocasionando em mudanças na avaliação do valor futuro de variáveis nominais.

As mudanças tecnológicas, entre outras inovações, também são capazes de alterar a estrutura dessas economias. Dequech (2011) observa que a possibilidade de ocorrência de inovações tecnológicas é um importante exemplo de alteração da realidade social que conduz a um aumento da incerteza fundamental. De fato, algumas características do processo de inovação tecnológica contribuem para o aumento das bases do conhecimento dos agentes, e com isso a realidade social é alterada, porque os agentes agora são detentores de um novo tipo de conhecimento (tecnológico), de cuja existência não tinham noção antes.

A compreensão do papel crucial da incerteza nesta economia, segundo Keynes (1985, p.145), implica perceber que se não houvesse incerteza no ambiente, a preferência pela liquidez – em particular, pelo dinheiro - como um meio de conservação não faria sentido, isto é, a incerteza é condição necessária para presença de preferência por liquidez.

Vivemos em um ambiente governado pelo futuro enigmático, variavelmente concebido, que governa um presente momentâneo, nas palavras de Garlipp (2004), futuro esse que decorre tanto das ações passadas dos agentes quanto de suas avaliações.

Enfim, como aponta Neves (2007), as decisões dos agentes em uma economia monetária da produção são tomadas perante a incerteza e estão associadas à construção de probabilidades de caráter subjetivo, que dependem mais das percepções, do bom senso e crença que os agentes têm acerca do futuro desconhecido do que da existência de evidências sobre este.

Para Dillard (1976), frente a esta situação, as expectativas dos empresários são apoiadas sob o fio de uma navalha e os mercados de investimentos estão repletos de pânico latente.

Podemos observar ao longo deste item como a incerteza possui um papel importante na economia apresentada por Keynes. Nas palavras de Minsky (1975, p.57), para se compreender Keynes “it is necessary to understand his sophisticated view about uncertainty, and the importance of uncertainty in his vision of the economic process. Keynes without uncertainty is something like Hamlet without the Prince”.

A incerteza pode ser vista como a influência, por parte de algo desconhecido, sobre os acontecimentos econômicos que precisam ser prognosticados. Precisamos reconhecer a existência da incerteza neste ambiente, pois, o objetivo dos agentes nesta economia é a busca pelo aumento de sua riqueza que a incerteza, ao atuar sobre as expectativas dos empresários, se configura como um elemento endógeno de instabilidade para a economia (p. ex. Andrade, 1987).

A compreensão da dinâmica da economia supõe entender a influência desempenhada pelas expectativas e respectiva confiança na tomada de decisões dos agentes econômicos. Em particular, as expectativas são um relevante canal de transmissão da política monetária (p. ex. Montes e Feijó, 2007), o que tem uma relevância especial para este trabalho. Diante disso, o próximo item estará o focalizado em compreender melhor como



é formado o estado de expectativa do agente e qual é o tamanho de sua importância como canal de transmissão da política monetária.

## 2.4 ESTADO DE EXPECTATIVA E INCERTEZA

Pelo que foi argumentado até aqui, a incerteza é uma variável crucial na economia capitalista. Ter em mente o seu papel e o quanto influencia na tomada de decisões por parte dos agentes é essencial para compreender o comportamento destes. Pretendemos mostrar neste item como são formadas as expectativas de longo prazo dos agentes e qual a sua relevância para a política monetária em Keynes.

Keynes (1985, p.109) sustenta que a formulação de expectativas é centrada nos eventos atuais e em eventos futuros que, apesar de incertos, podem ser previstos com um maior ou menor grau de confiança.

Para os agentes, as análises de séries estatísticas ou as crenças justificadas no passado não são suficientes nas escolhas de suas ações futuras. Eles sabem que as decisões são tomadas no contexto de ambientes de verdadeira incerteza, e isso fará com que se tornem muito cautelosos ao fazerem escolhas.

Em razão dos cenários necessariamente incertos construídos neste tipo de ambiente, Dequech (1999) enfatiza o fato de o agente individual não conseguir alcançar o pleno conhecimento, e como alternativa usar, além das informações disponíveis, o seu conhecimento tácito acerca das instituições que regulam o ambiente econômico para que a tomada de decisão seja feita.

Cada agente nesta economia age com base em suas expectativas sobre um futuro incerto e, tendo isso em mente, tomará a decisão de reter o seu poder de compra na forma de moeda ou transformá-lo em demanda. Além disso, o empresário sabe que uma vez feita a escolha, ele não poderá voltar atrás em sua decisão e ela poderá causar a perda de seu poder de comando sobre o produto/renda.

Assim, o grau de confiança do agente nas condições do ambiente econômico torna-se um elemento crucial, para a tomada de decisão de investir, pois as informações disponíveis não serão o bastante para assegurar plenamente as expectativas formadas.

Keynes (1985, p.110) indica que o grau de confiança é definido por dois fatores: a aversão à incerteza, sendo esse fator subjetivo e psicológico, dado que é subordinado ao otimismo; a percepção da incerteza, derivada do conhecimento adquirido pelo agente durante a sua vida. Quanto maiores a percepção e a aversão à incerteza, maior será a tendência dos agentes em não tomarem iniciativas relacionadas ao longo prazo.

Note-se que o tempo é um componente essencial a ser levado em consideração pelos agentes, pois quanto maior o horizonte de tempo, *ceteris paribus*, mais incertos e instáveis serão os prognósticos realizados pela firma para uma certa data no futuro. Diante disso, um ponto importante a ser explicitado é a diferença entre expectativas de curto prazo e de longo prazo.

Para Keynes as expectativas de curto prazo são voltadas para a produção, ou seja, fazem referência ao preço que um empresário pode cogitar receber por seu produto acabado no momento em que está disposto a começar o processo que irá gerar esse produto; enquanto as expectativas de longo prazo estão ligadas às formulações de planos de investimentos, voltadas para o quanto o empresário pode esperar ganhar em retornos futuros ao comprar um ativo como um incremento para o seu equipamento de capital (v. p. ex. Carvalho, 1988). Sendo assim, as decisões quanto à produção são alicerçadas nas expectativas de curto prazo e estão vinculadas basicamente ao preço a ser cobrado e a

quantidade a ser vendida, ao passo que as expectativas de longo prazo têm seu foco nas decisões de investimento, ou seja, nos retornos esperados para os novos investimentos.

É notável que, por existirem diversas alternativas para a aplicação de recursos em investimento e devido ao seu horizonte temporal maior de realização, as expectativas de longo prazo são por natureza mais instáveis ou voláteis do que as expectativas de curto prazo. Por não terem bases concretas para guiá-los no momento em que formulam suas expectativas de longo prazo, os agentes ficam reféns de projeções alicerçadas apenas naquilo que eles considerem ser o mais provável de acontecer – e essa probabilidade é inteiramente subjetiva - e da sua confiança nessas projeções.

Carvalho (1988) mostra que as expectativas de curto prazo se configuram como um processo de descoberta por parte dos agentes daquilo “que realmente é”, mesmo com a presença de um certo nível de incerteza, e por isso são consideradas menos instáveis e possuem um maior grau de confiança, ao passo que, as expectativas de longo prazo são um processo de descoberta por parte dos agentes de “o que poderia ser”, e é isto que as faz ser tão temerárias na concepção do agente econômico.

Keynes (1985, p.110) retrata que, “as expectativas de longo prazo baseiam-se, em parte em fatos conhecidos com mais ou menos certeza e, em parte, em eventos futuros em que se detém um maior ou menor grau de confiança”.

Assim, para que o empresário tome a decisão de investir, é necessário que as suas expectativas de longo prazo sejam tão animadoras que superem tanto a sua desconfiança com relação aos resultados futuros de suas projeções no presente, quanto o ganho proporcionado por ativos financeiros com taxas de juros predeterminadas.

Fica claro que, nesta economia, o desafio das empresas é tomar decisões tanto de produzir quanto de investir, com base em expectativas acerca da demanda futura de seus produtos e quanto maior for o horizonte temporal desta decisão, mais complexa e difícil ela se torna.

Keynes (1985, p.118) salienta que o otimismo espontâneo influencia muito mais nossas atividades do que algum tipo de expectativa matemática, ou seja, se não houver entusiasmo por parte dos agentes e suas decisões ficarem dependentes apenas de expectativas matemáticas, o investimento tem grandes chances de não ocorrer. O autor ressalta o fato de que decisões humanas com relação ao futuro, sejam elas de caráter político, social ou econômico, não podem depender estritamente de cálculos matemáticos, pois não é possível obter bases objetivas para esse cálculo.

Além disso, justamente por ser um contexto marcado pela incerteza em que a formação das expectativas não consegue uma base sólida na qual se apoiar, as decisões tomadas pelas demais firmas num mercado se tornam uma valiosa informação para o empresário, pois podem indicar a tendência assumida ao longo do tempo pelas variáveis relevantes para a tomada de decisão.

Por tudo isso ao perceber que está cercado por adversidades, o agente tentará buscar proteção adotando comportamentos e desenvolvendo instituições que minimizem a incerteza e os danos advindos dela.

Keynes sustenta que a adoção de *convenções* por parte dos agentes é uma das formas de estes se protegerem do ambiente incerto, sendo justificada pela sua praticidade e simplicidade diante a incerteza. As convenções tornam as decisões mais simples reduzindo a complexidade inerente ao processo de decisões (v. Oreiro, 2000).

O objetivo dos agentes ao adotarem convenções, ou qualquer outro tipo de rotina comportamental, é encontrar um resultado que seja considerado satisfatório e que reduza erros de previsões em meio à incerteza.

Além disso, a reputação da firma também está em jogo quando o empresário toma decisões; a firma que adotar com frequência julgamentos errados acerca do mercado muito provavelmente perdera credibilidade frente aos seus consumidores, o que pode incorrer em perdas financeiras e tornar sua sobrevivência nesse ambiente mais difícil.

Oreiro (2000) afirma ainda que, em geral, é melhor do ponto de vista da reputação para o “especulador profissional”, enquanto tomador de decisões, errar com os outros do que acertar sozinho, e essa percepção tende a aumentar conforme cresça a aversão ao risco.

Isso ocorre porque, tendo em vista a dificuldade em acertar previsões neste ambiente, caso o “especulador profissional” tome uma decisão errada e os demais agentes também percorram este mesmo caminho, é muito provável que a avaliação do mercado, em relação a credibilidade dele, não seja influenciada por este episódio, ao passo que, se o “especulador profissional” errar sozinho, ele perderá posição competitiva e terá sua reputação depreciada no mercado.

Assim, as convenções se apresentam como uma solução parcial encontrada pelos agentes para lidar com a incerteza quando avaliam seu estado de confiança, uma saída que, apesar de proporcionar um certo alento ao agente, não consegue eliminar de forma definitiva a incerteza.

Em síntese, Keynes (1985, p. 111) aponta que

Os homens de negócio fazem um jogo que é uma mistura de habilidade e de sorte, cujos resultados médios são desconhecidos pelos jogadores que dele participam. Se a natureza humana não sentisse a tentação de arriscar, nem de sentir a satisfação (excluindo-se o lucro) de construir uma fábrica, uma estrada de ferro, de explorar uma mina ou uma fazenda, provavelmente não haveria muitos investimentos como mero resultado de cálculos frios.

Em suma, o papel das expectativas em Keynes é essencialmente diferente de outras abordagens porque as decisões de investimento, para ele, são baseadas em expectativas que remetem a um futuro distante e repleto de incerteza.

Pode-se dizer que, provavelmente, a característica mais relevante desse sistema é a presença da incerteza. Algumas informações de que os agentes necessitam para tomar decisões com mais segurança não estão disponíveis, de forma que, para tomar uma decisão de investir, os agentes tentam coletar o máximo de informação disponível para formar suas expectativas, mesmo sabendo que serão insuficientes.

A confiança nas expectativas e o entusiasmo (“*animal spirits*”) determinarão o *estado de expectativa* que servirá como base para a tomada de decisão, o que torna o ambiente muito instável, pois um colapso da confiança pode encaminhar a economia para uma recessão. Assim, devemos voltar nossas atenções para políticas que são capazes de restaurar a confiança dos agentes, elas são a chave que o governo possui na busca por tentar reestabelecer a atividade e o emprego, e assim evitar que a lógica do capital rentista especulativo se sobrepunha a do capital produtivo.

Diante disso, qual seria o papel da Autoridade Monetária nesse ambiente? De acordo com Montes e Feijó (2007), ela desempenha importante papel, pois por meio da política monetária busca aumentar ao máximo o conhecimento disponível para os agentes e, assim, contribuir para o aumento do grau de confiança nas suas expectativas, que se tornam um canal de transmissão crucial da política monetária. Assim, somente se os

agentes confiarem nas ações efetivadas ou anunciadas pela Autoridade Monetária ela terá esse efeito desejado de orientar, influenciar e às vezes formar as expectativas, o que torna a gestão da política monetária uma variável determinante na busca pela estabilização do estado de expectativas.

A política monetária deve fornecer sinais para o setor privado que indiquem cenários futuros mais seguros e reduzam a incerteza inerente ao sistema. Tal atitude afetará os agentes, provocando uma queda na preferência pela liquidez e, como consequência, um aumento do investimento.

Num ambiente assim instável, os agentes precisam de algo sólido para aumentar a confiança em suas expectativas. Ao fornecer sinais que conduzam os empresários para tomarem decisões de investimento mais confiáveis, a Autoridade Monetária em princípio poderia conseguir atenuar a percepção de incerteza em relação aos resultados futuros dos investimentos.

Carvalho (1994) enfatiza que a política monetária envolveria a manipulação do estoque de moeda (e, vale acrescentar, da taxa de juros) com a finalidade de alterar a taxa de juros sobre os ativos líquidos e, assim, pelo efeito sobre os portfólios dos agentes privados, levar a movimentos de troca das formas de riqueza, diminuindo ou aumentando a renda agregada na produção de novos itens. Em outras palavras, a política monetária em Keynes age basicamente na circulação financeira, mas para obter efeitos na circulação industrial, impactando-a por meio do investimento.

Portanto, uma política monetária eficiente é aquela que consegue o terreno para que os agentes tomem decisões que sejam favoráveis ao estímulo da demanda efetiva, pelo que ela deve emitir sinais que mostrem a direção mais provável para o retorno dos investimentos. Quanto mais nítidos forem consideradas esses sinais, mais confiante e seguro será o processo de decisão dos agentes, incentivando a realização de mais investimentos.

Enfim, a política monetária tem o importante papel de fazer com que os agentes tomem decisões consistentes com suas expectativas, em vez de se deterem diante da incerteza destas. Em um ambiente incerto, com relação aos resultados futuros, a política monetária pode ser o norte capaz de conduzir os agentes para o encontro de expectativas mais confiáveis para realizarem decisões de longo prazo.

No próximo capítulo será abordada a política monetária sob a óptica do debate de regras *versus* discricionariedade.

### 3 O DEBATE REGRAS VERSUS DISCRICIONARIEDADE

#### 3.1 ORIGENS DO DEBATE REGRAS VERSUS DISCRICIONARIEDADE

A instituição de regras sempre foi um tema que gerou muita controvérsia na sociedade.

A vida em sociedade impõe a necessidade de buscar uma maneira de compatibilizar os interesses individuais, incluindo a de proteger cada membro da sociedade das injustiças ou opressões dos outros membros. As regras, então, surgem com o intuito de impor limites e estabelecer a ordem entre as pessoas, para que as suas necessidades de segurança e proteção sejam atendidas.

Nos dicionários, “regra” tem definições como: norma, preceito, princípio e método. Regras servem para nortear; podem ser um costume, ou leis, impondo a todo homem em sociedade certas obrigações.

No que diz respeito à literatura econômica, o debate, mais especificamente acerca da condução da política monetária, por meio de regras *versus* discricionariedade (ausência de regras), é antigo. Desde a existência do padrão ouro, o assunto era levado para os encontros de discussão de teoria e política econômica.

Existem relatos de que os primórdios deste debate derivam de dois momentos históricos: o primeiro é o confronto entre os *bullionistas* e os *antibullionistas* que ocorreu durante as primeiras décadas do século XIX; e o segundo é a controvérsia teórica entre a *Currency School* (Escola do meio-circulante), a *Banking School* (Escola Bancária) e a *Free Banking School* (Escola dos Bancos Livres) por volta da terceira década do século XIX. Porém, o maior destaque recente para esse debate veio com os trabalhos de Kydland e Prescott, que oferecem novos elementos para a discussão de regras *versus* discricionariedade. Vejamos alguns destes elementos no próximo item, com uma breve ilustração daquilo que Kydland e Prescott enfatizaram com o seu modelo.

#### 3.1.2 O modelo de Kydland e Prescott (1977)

Kydland e Prescott (1977) argumentaram que a melhor forma de conduzir a política monetária seria dar-lhe maior credibilidade, evitando o problema de inconsistência temporal, o que deveria ser realizado por meio da adoção de regras. Assim, surtos inflacionários tenderiam a ocorrer por causa da falta de confiança dos agentes no governo; ao optar por políticas discricionárias, haveria a possibilidade da produção pelo governo de um viés inflacionário.

A política monetária é considerada temporalmente inconsistente quando uma ação da Autoridade Monetária, vinculada a um plano supostamente ótimo em determinado período de tempo, deixa de ser ótimo nos períodos seguintes, mesmo que nenhuma informação adicional tenha surgido no período em questão (v. Modenesi, 2005:164). Em outras palavras, considerando-se que a variável chave da inflação é o estoque de moeda, o problema da inconsistência dinâmica está relacionado ao fato de as variações inflacionárias serem resultado do *trade-off* entre inflação e desemprego.

Essa visão hegemônica da credibilidade traz consigo a aceitação de pressupostos da teoria novo clássica, os quais, por sua vez, consideram que o sistema econômico é intrinsecamente estável e que políticas econômicas conduzidas pela discricionariedade são nocivas para o ambiente econômico.

Observe-se que essa corrente de pensamento adota um modelo de equilíbrio geral com expectativas racionais. Assim, quando a Autoridade Monetária confia na adoção de uma

regra de condução para a política, ela consegue aperfeiçoar a performance econômica, pois qualquer política econômica ativa teria apenas efeito sobre o nível de preço, já que elas seriam antecipadas e anuladas pelos agentes. E, uma vez que os agentes ajustam as suas expectativas com base na política ativa praticada pela Autoridade Monetária, a economia voltaria para o ponto de equilíbrio, porém com um nível de inflação maior do que antes. Assim, o único efeito proporcionado por uma atitude discricionário seria o viés inflacionário.

Modenesi (2005, pag.166) oferece uma didática explicação do modelo desenvolvido por Kydland e Prescott. Segundo o autor, o modelo parte de uma Curva de Phillips aceleracionista como a da equação:

$$U_t = U_n + \alpha (\dot{P}_t^e - \dot{P}_t), \alpha > 0 \quad (1)$$

cujas variáveis são definidas como:

$U_t$  = nível de desemprego no período t;

$U_n$  = taxa natural de desemprego;

$\dot{P}_t^e$  = expectativa de inflação;

$\dot{P}_t$  = nível de inflação verificada no período t.

Além disso, o autor (p.167) destaca que, neste modelo, as decisões tomadas pela Autoridade Monetária são racionalizadas por uma função bem-estar social (S):

$$S = S(\dot{P}_t(\dot{M}_t), U_t) \quad (2)$$

em que:

$\dot{M}_t$  = estoque monetário referente ao período t.

Ressalta-se ainda que o estoque monetário é função direta da taxa de inflação e que a função bem-estar social (S) é decrescente com o desemprego e com a taxa de inflação:

$$\frac{d\dot{P}_t(\dot{M}_t)}{d\dot{M}_t} > 0, \frac{\partial S}{\partial \dot{P}_t} < 0, \frac{\partial S}{\partial U_t} < 0 \quad (3)$$

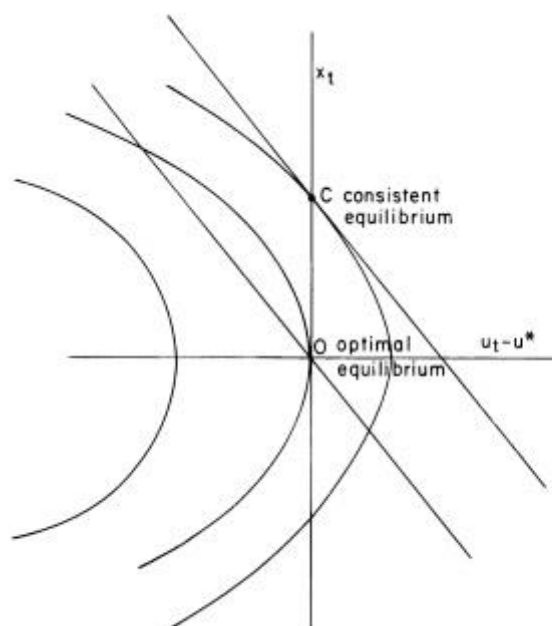
Dito de outra forma, a Autoridade Monetária leva em consideração, ao tomar suas decisões, que o bem-estar da sociedade é melhorado quando os níveis de inflação e desemprego diminuem.

Assim, o problema da Autoridade Monetária, ao formular a sua política, consiste em determinar um valor para a taxa de crescimento de estoque de moeda ( $\dot{M}_t$ ) que maximize o bem-estar social (S), sujeita a uma restrição dada pela Curva de Phillips aceleracionista (v. Modenesi, 2005:167):

$$\max_{\dot{M}_t} S = S(\dot{P}_t(\dot{M}_t), u_t) \quad (4)$$

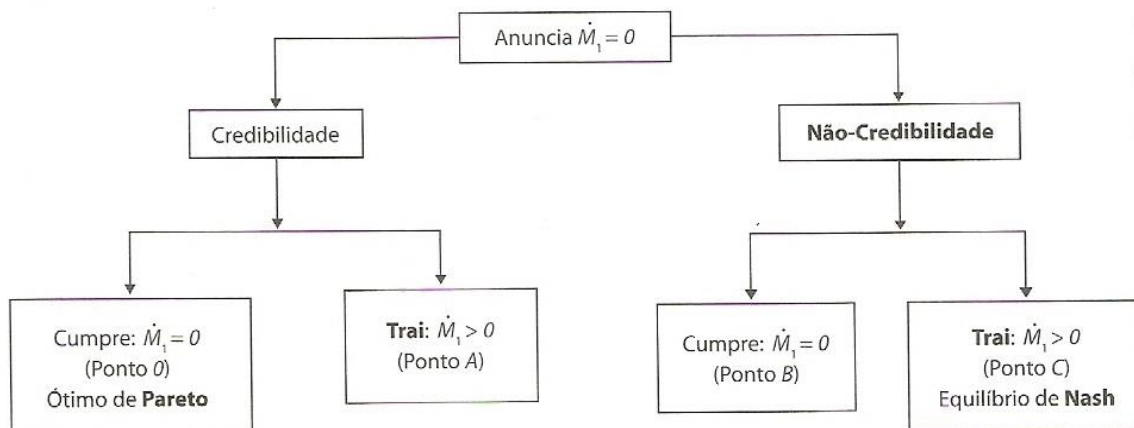
$$s. a. u_t = u_n + \alpha (\dot{P}_t^e - \dot{P}_t) \quad (5)$$

Figura 1 Equilíbrio Subótimo e Ótimo



Fonte: Kydland e Prescott (1977:479)

Quadro 1 O jogo de Política Monetária entre a Autoridade Monetária e o agente econômico



Fonte: Modenesi (2005:172)

A figura 1 apresenta algumas curvas de Phillips e curvas de indiferença. O ponto “C” representa o equilíbrio subótimo que é caracterizado quando a curva de indiferença é tangente a curva de Phillips ao longo da linha vertical. Neste ponto, os agentes apresentam expectativas racionais e os formuladores de política fazem a melhor escolha, dentre as possíveis, na situação corrente.

O ponto “O” representa o equilíbrio ótimo e é caracterizado por possuir uma curva de indiferença mais alta do que o ponto de equilíbrio subótimo.

O quadro 1 ilustra bem os fatos apresentados no modelo de Kydland e Prescott e na figura 1. Conforme o quadro acima, o ponto ‘C’ representa um equilíbrio subótimo que é marcado por um nível elevado de inflação e o desemprego no mesmo patamar da taxa natural, enquanto o ponto ‘O’ é um equilíbrio ótimo e nele a economia possui baixa inflação com o desemprego no mesmo patamar da taxa natural.

O ponto ‘A’ representa a tentação por parte do governo em estimular a economia. Nele, a inflação é elevada e o desemprego fica abaixo do patamar da taxa natural. Além disso, é um ponto insustentável no longo prazo, pois quando os agentes identificarem que foram enganados, as suas expectativas serão ajustadas e a economia voltará para o ponto ‘C’.

O ponto ‘B’ simboliza uma Autoridade Monetária sem credibilidade que cumpre o que anuncia; neste ponto, devido à falta de credibilidade, os agentes ajustam suas expectativas de inflação para baixo e assim a economia terá uma baixa inflação com o desemprego acima do patamar da taxa natural. Como essa situação é indesejável para a Autoridade Monetária, ela não irá cumprir o que anunciou e a economia voltará para o ponto ‘C’.

Em síntese, quando a Autoridade Monetária conduz sua política econômica com discricionariedade, ela tem um incentivo a trapacear para aproveitar o *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego. Neste contexto, o ponto ‘O’ passa a ser inconsistente, ou seja, com o intuito de aumentar o bem-estar social a Autoridade Monetária não implementará a política econômica anunciada, para acionar o viés inflacionário.

Observa-se que, no modelo de Kydland e Prescott, ocorre na economia um jogo dinâmico de características *forward-looking* entre a Autoridade Monetária e o agente econômico.



Neste jogo, a Autoridade monetária atua como uma espécie de líder que anuncia o seu movimento. Após o anúncio ter sido feito, o agente pode ajustar suas expectativas com base no anunciado ou não, ao passo que quando as expectativas dos agentes estiverem formalizadas, a Autoridade Monetária deve analisar se irá cumprir ou não com o que foi anunciado (v. Modenesi, 2005:171).

O problema deste jogo para a Autoridade Monetária é que ela não está jogando contra a natureza, mas com um agente racional. Em outras palavras, os agentes reconhecem que a discricionariedade abre janelas para exploração do viés inflacionário e assim a credibilidade da Autoridade Monetária fica comprometida, caso ela conduza a sua política com discricionariedade.

Verifica-se, portanto, a necessidade do surgimento de mecanismos e instituições que sejam responsáveis por garantir, para o agente econômico, que a Autoridade Monetária cumpra o que havia prometido. Afinal, as implicações no modelo sinalizam que a Autoridade Monetária deva preferir as regras ao invés da discricionariedade, uma vez que a condução da política monetária por meio de discricionariedade resulta em equilíbrios subótimos e instabilidade econômica (v. Kydland e Prescott, 1977).

O modelo de Kydland e Prescott foi um importante passo inicial para retomar o debate de regras versus discricionariedade com um enfoque mais analítico. E a existência de um viés inflacionário na ausência de regras foi um dos principais resultados desse modelo para o estudo dos regimes monetários.

Outros autores, como Barro e Gordon, também ofereceram contribuições para o debate. Tais autores buscavam em suas análises reduzir a importância do viés inflacionário na condução da política monetária e enfatizar a questão da reputação, ou seja, o compromisso que a regra é capaz de fornecer para a Autoridade Monetária perante o agente econômico. Uma breve exposição do modelo de Barro e Gordon será feita no próximo item.

### 3.1.3 O modelo de Barro e Gordon (1983)

Barro e Gordon sustentaram que a perda de reputação da Autoridade Monetária perante os agentes econômicos, resultante da discricionariedade, poderia ser um mecanismo relevante para induzir o uso de regras na condução da política monetária.

O compromisso que as regras fornecem para os agentes é algo de grande relevância para os defensores de tal regime. O assim chamado “Equilíbrio Reputacional”, desenvolvido por Barro e Gordon (1983a e 1983b), resultou de um jogo em que ocorrem repetidas partidas entre a Autoridade Monetária e o agente econômico.

De acordo com Modenesi (2005, p.176), no jogo característico do “Equilíbrio Reputacional” de Barro e Gordon o *payoff* intertemporal pode ser representado pela seguinte equação:

$$\sum_{t=0}^{\infty} \frac{u_t}{(1+r)^t} \quad (6)$$

cujas variáveis são:

$u^t$  = o valor dos *payoffs* em cada período  $t$ .

$r$  = o fator de desconto.

Observa-se que, de acordo com a equação (6) o equilíbrio do jogo será definido com base no valor do fator de desconto do formulador de política. Desta forma, quanto mais alto for o fator de desconto, maior será a preocupação da Autoridade Monetária com os resultados imediatos de suas decisões, acionando assim o viés inflacionário, ponto C na Figura 2.1. Ao passo que um fator de desconto baixo implica uma Autoridade Monetária mais preocupada com os resultados futuros de suas decisões, não acionando assim o viés inflacionário, como no ponto O na Figura 2.1 (v. Modenesi, 2005:177).

$r \cong 1 \rightarrow$  Autoridade Monetária se comporta de forma não cooperativa (ponto C).

$r \cong 0 \rightarrow$  Autoridade Monetária se comporta de forma cooperativa (ponto O).

Segundo Barro e Gordon (1983), o objetivo da Autoridade Monetária é reflexo das preferências de um agente “representativo” privado, e muitas vezes este pode preferir abrir mão de benefícios de curto prazo provenientes de choques de inflação em troca de uma baixa taxa média de inflação no longo prazo.

Do ponto de vista desses autores, o que a Autoridade Monetária deveria ter em mente é se os custos da inflação para a sociedade são maiores do que os benefícios que podem ser alcançados ao permitir que ocorra inflação<sup>1</sup>.

Quando os agentes compreenderem as atitudes tomadas pela Autoridade Monetária, eles serão capazes de ajustar as suas expectativas inflacionárias e, assim, anular os benefícios advindos de uma inflação de surpresa; ou seja, tais benefícios serão vistos como de curto prazo.

Em outras palavras, a Autoridade Monetária deve colocar em uma balança os benefícios adquiridos por abrir mão do compromisso com as regras e os custos provenientes de um processo inflacionário.

Ao fazer isso, ela irá perceber que a perda de reputação resultante da discricionariedade pode ser muito onerosa, pois os agentes, em sua maioria, tendem a considerar que a inflação possui um custo muito elevado, implicando que para eles o atual nível de inflação é preferível ao seu crescimento.

Em síntese, o número elevado de partidas no jogo entre a Autoridade Monetária e o agente econômico motivará a adoção de regras na condução da política monetária, pois é preferível para os envolvidos no jogo uma inflação baixa e crescimento moderado no longo prazo do que os benefícios advindos de choques inesperados no curto prazo (v. Barro e Gordon, 1983).

Portanto, o Governo tende a preferir as regras em lugar de discricionariedade, porque na ausência de erros sistemáticos não existe nenhuma vantagem em agir diferente disso. Enfim, a lógica do modelo de Barro e Gordon indica que, em um jogo cujas partidas são disputadas repetidas vezes, a estratégia baseada na consistência será aquela que fornecerá os melhores resultados para os jogadores.

### 3.1.4 O debate entre os pós-keynesianos

Até agora mostramos uma síntese da origem do debate regras *versus* discricionariedade com autores que corroboram com postulados da economia novo

---

<sup>1</sup> Os benefícios de uma inflação de surpresa estão centrados no incremento da atividade econômica por meio de uma imprevista expansão monetária e pelo ganho de receitas governamentais através de um financiamento inflacionário: ver Barro e Gordon (1983).

clássica, relacionados à “inconsistência dinâmica de planos ótimos” (Kydland e Prescott, 1977).

Apesar da oposição entre novos clássicos e keynesianos, não devemos concluir que este debate não possa ser estendido para a ótica de Keynes e dos pós-keynesianos, que enfatizam em suas análises os argumentos da endogeneidade e da não neutralidade da moeda. Esses autores afirmam que a discussão de regras para os novos clássicos deixa de fazer sentido quando se abandona o fato de que a política monetária só surte efeito quando é inesperada, e se levarmos em conta a criação endógena de moeda e seus efeitos tanto no curto quanto no longo prazo; ou seja, consideram que a política monetária é capaz de causar efeitos no lado real da economia e não apenas no nível de preços, como supõem os novos clássicos.

Do ponto de vista pós-keynesiano, a política monetária deve estabilizar a economia e criar condições para que os agentes econômicos possam alocar da melhor maneira possível seus recursos no futuro.

Para isso, eles defendem tanto a intervenção do governo na economia quanto a existência de um grau de discricionariedade na condução da política econômica, que seja capaz de solucionar eventuais situações indesejáveis que o futuro possa proporcionar.

Vale ressaltar que essa corrente teórica descarta o pressuposto da existência de um único ponto de equilíbrio na economia; desta forma, a estabilidade do ambiente econômico é proveniente do ataque em diversas frentes do problema das causas da instabilidade, via coordenação das políticas monetária, fiscal e cambial.

Neste contexto, o ativismo monetário de Keynes é justificado por um governo esclarecido e qualificado, aliado ao fato de uma intervenção estatal que não ultrapasse os limites da liberdade individual (v. Carvalho, 1994).

Sendo assim, cabem aqui algumas considerações:

Em primeiro lugar, James Tobin (1983 e 1998) foi um dos autores keynesianos de maior destaque na defesa da discricionariedade perante as regras na condução da política monetária.

Segundo Tobin, a adoção de uma regra fixa para a política monetária é algo incompatível com a economia em que vivemos, pois nela há uma grande variedade de tipos de choques econômicos, tornando essenciais reformulações das políticas adotadas no decorrer do tempo com o intuito de fornecer uma resposta às alterações do estado corrente da economia (v. Tobin, 1983). Porém, não seria certo descartar o fato de que, se a promoção de cenários futuros mais seguros é uma das intenções da política monetária, então o debate e a compreensão, por parte dos agentes, dos objetivos traçados pela Autoridade Monetária pode ser uma forma de direcionar o comportamento do público de uma maneira positiva.

Em segundo lugar, parte dos pós-keynesianos consideram que adotar algo como uma regra reativa de política monetária para a economia também não seria uma maneira eficaz de buscar seus objetivos, pois vivemos em um mundo inergódico, ou seja, não existe a possibilidade de se prever com precisão quando e como os choques atingirão a economia.

De acordo com Davidson (2003), não existe modelo matemático capaz de prever com precisão os resultados futuros das variáveis na economia, pois o ambiente em que as suas séries históricas são geradas é marcado por circunstâncias inergódicas.

Contudo, o anúncio das medidas que serão tomadas, as normas e as regras da sua condução, não devem ser vistas como algo ineficaz; pelo contrário, elas podem aumentar a eficácia da política monetária por mostrarem para os agentes econômicos os valores (metas) que serão perseguidos pela Autoridade Monetária. Afinal, é certo de que as expectativas dos agentes econômicos são um relevante canal de transmissão da política

monetária, criando a necessidade de a Autoridade Monetária compreender o comportamento desses agentes, com o intuito de verificar o grau de influência desempenhado pelas expectativas e a confiança na tomada de decisões dos agentes econômicos.

Em terceiro lugar, como os pós-keynesianos consideram impossível antecipar todos os eventos futuros do ambiente econômico, a ocorrência de erros nessas previsões é inevitável, e assim a adoção de qualquer tipo de regra seria insuficiente.

Para Tobin (1983), somente a discricionariedade consegue ser verdadeiramente reativa, sem nenhuma restrição formal para estabelecer mudanças perante os acontecimentos futuros desconhecidos.

Entretanto, a adoção de certas normas para a condução da política monetária talvez possa evitar algumas ações erráticas por parte dos *policymakers*, ao prevenir que eles tentem adivinhar o comportamento imprevisível de variáveis ao longo do tempo.

Observa-se que, apesar de parte dos pós-keynesianos serem a favor da discricionariedade monetária, essa opinião não é unânime entre eles, pois a existência da incerteza preocupa os agentes nesta economia e uma regra de política monetária pode ser capaz de contribuir para reduzi-la, contribuindo para fazer convergir as expectativas e evitar que a Autoridade Monetária incorra em erros sistemáticos.

Enfim, o debate de regras *versus* discricionariedade na condução da política monetária vem, ao longo dos anos, levantando grandes questionamentos nas várias correntes de pensamento atuantes na política econômica.

Nas seções a seguir será investigado, no debate regras *versus* discricionariedade, o que hoje é considerado como regra e como discricionariedade da política monetária para os *policymakers*, além de serem expostos os argumentos de cada um dos lados.

### 3.2 DIFERENÇA ENTRE REGRA E POLÍTICA PASSIVA

Algo que precisa ficar bem evidenciado antes de expor os argumentos de cada um dos lados no debate regras *versus* discricionariedade é que conduzir a política monetária por meio de uma regra não implica, necessariamente, que a política monetária deva ser passiva.

Este equívoco surge, em grande parte, devido à confusão entre dois conceitos: o primeiro é a regra no sentido de Friedman; e o segundo é a proposição de que a política monetária é ineficiente.

Os fundamentos teóricos em que estes conceitos estão baseados induzem a acreditar que o único efeito de uma política monetária ativa é o aumento da inflação, e assim, sendo a política monetária ineficiente, seria melhor não utilizá-la.

Porém existem outras correntes teóricas, como a de Keynes, que consideram possível, embora limitada, a capacidade de a política monetária afetar o lado real da economia. Desta forma, adotar uma regra para a condução da política monetária não implica que ela deva ser passiva, pois pode servir de grande apoio para o alcance dos fins estipulados.

O objetivo dos próximos tópicos é tentar esclarecer esse equívoco. Será feita uma breve exposição acerca dos conceitos de regra no sentido de Friedman e de ineficácia da política monetária, para, em seguida, evidenciar a diferença entre regra e política monetária passiva.

### 3.2.1 A Regra no sentido de Friedman

Milton Friedman é considerado como um dos principais precursores do monetarismo do tipo I (movimento teórico com origens na Universidade de Chicago e que ganhou destaque a partir de meados da década de 1960).

O monetarismo do tipo I possui como uma das principais hipóteses a existência de uma taxa natural de desemprego<sup>2</sup>. Esta, por sua vez, é composta por dois elementos principais: o desemprego voluntário, que acontece quando uma pessoa decide não trabalhar por achar que o salário real não está em um nível considerado satisfatório; e o desemprego friccional, que surge quando os agentes estão temporariamente desempregados, ou seja, de passagem de um emprego para outro (v. Modenesi, 2005:56).

Vale aqui chamar a atenção para o fato de que o conceito de taxa natural de desemprego desconsidera a existência de um tipo de desemprego muito enfatizado por Keynes e seus seguidores, o desemprego do tipo involuntário. Este desemprego ocorre quando os agentes consideram o nível de salário vigente satisfatório e estão dispostos a trabalhar, porém não há vagas disponíveis na economia<sup>3</sup> Keynes (1985, p.23).

Ressalte-se ainda que a taxa natural de desemprego não é imutável ao longo dos anos. Ela pode sofrer alterações em função, por exemplo, de alterações na preferência dos agentes na economia quanto às horas que devem ser dedicadas ao trabalho e as horas dedicadas ao lazer, ou então mudanças em fatores institucionais como melhorias nas condições de trabalho (p. ex. Carvalho et al. 2007:114).

Em suma, a taxa natural de desemprego integra as características institucionais e estruturais do mercado de trabalho e do mercado de bens e serviços. Assim, quando os valores da taxa natural de desemprego são iguais aos valores da taxa de desemprego vigente na economia, é sinal de que todos os agentes estão conseguindo satisfazer suas necessidades, quer estejam desempregados ou não (v. Friedman, 1968).

Observa-se que a taxa natural de desemprego é nada menos que uma nova versão do pleno emprego dos fatores de produção, um dos conceitos mais debatidos ao longo da história da literatura econômica.

Outro aspecto fundamental dessa corrente teórica é o fato de os agentes na economia formarem expectativas do tipo adaptativas ou *backward looking*, ou seja, os agentes determinam suas expectativas baseando-se em informações do passado (v. Modenesi, 2005:66):

$$\dot{P}_t^e = \dot{P}_{t-1} \quad (7),$$

em que:

$\dot{P}_t^e$  = A expectativa de inflação no período t.

$\dot{P}_{t-1}$  = A inflação no período t-1.

---

<sup>2</sup> O termo natural está associado ao sentido wickselliano e visa a diferenciar, na determinação do nível de emprego, as forças reais da economia das forças monetárias. Friedman queria enfatizar que a taxa natural de desemprego é determinada por variáveis reais e, desta forma, a taxa natural irá se igualar com o nível de desemprego na economia se não houver interferência de fatores monetários. Para maiores detalhes, ver Friedman (1968).

<sup>3</sup> Para saber mais sobre o desemprego involuntário e suas implicações na economia, ver Keynes (1985:23).

A expectativa do tipo adaptativa está intimamente ligada com o conceito de ilusão monetária, que para Friedman é um erro expectacional capaz de fazer com que o nível de desemprego na economia se posicione abaixo da taxa natural de desemprego.

A ilusão monetária acontece quando, por exemplo, a Autoridade Monetária promove um aumento do estoque de moeda e esse aumento faz com que a taxa de inflação ultrapasse o nível esperado pelos agentes, ou seja, é o fato de os agentes não conseguirem diferenciar as alterações no nível geral de preços das alterações nos preços relativos que caracteriza a ilusão monetária (v. Modenesi, 2005:67).

Ademais, o principal resultado da junção destas duas hipóteses do monetarismo do tipo I – taxa natural do desemprego e expectativas do tipo adaptativo – é a neutralidade da moeda no longo prazo, pois alterações no estoque de moeda não são capazes de manter, sistematicamente, o nível de desemprego abaixo do nível natural (v. Friedman, 1968).

Neste contexto, fica evidente que para o monetarismo do tipo I a política monetária é eficaz apenas no curto prazo, já que no longo ela somente causa variações no valor nominal de variáveis como, por exemplo, os preços e os salários (v. Modenesi, 2005:101):

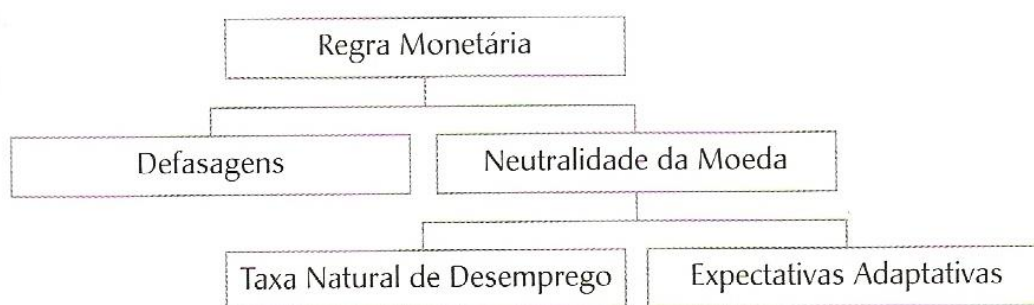
$$\dot{P}_t > \dot{P}_t^e \leftrightarrow U_t < U_N \quad (8)$$

$$\dot{P}_t < \dot{P}_t^e \leftrightarrow U_t > U_N \quad (9)$$

$$\dot{P}_t = \dot{P}_t^e \leftrightarrow U_t = U_N \quad (10)$$

Portanto, uma regra no sentido de Friedman é aquela que leva em consideração os fundamentos teóricos do monetarismo do tipo 1: a neutralidade da moeda; a existência da chamada taxa natural do desemprego; e expectativas do tipo adaptativo.

Quadro 2 A regra no sentido de Friedman



Fonte: Modenesi (2005:101)

O quadro 2 indica que os dois principais argumentos contra o ativismo monetário para Friedman são: o fato de a ilusão monetária causar uma queda no nível de satisfação dos agentes na economia; e as defasagens presentes na condução da política monetária<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> As defasagens existentes na política monetária podem ser agrupadas em duas categorias: a primeira é a defasagem interna que é o período de tempo que a Autoridade Monetária leva para perceber a ocorrência de um choque e tomar as medidas necessárias; a segunda é a defasagem externa, ou seja, o tempo necessário para o surgimento dos efeitos provenientes das medidas tomadas. Ver Modenesi (2005:75).

Para esta corrente de pensamento, o fato de a Política Monetária ser um mecanismo de gestão macroeconômica limitada faz com que, para a Autoridade Monetária, seja mais adequado adotar uma regra que leve em consideração tais pressupostos e que mantenha a política monetária passiva. Afinal, como a única função plausível para a política monetária é a de tentar não ser um motivo adicional de distúrbios para o ambiente econômico, Friedman é contrário ao seu uso.

### 3.2.2 A ineficácia da política monetária

A proposição da ineficácia da política monetária surgiu com Thomas Sargent e Neil Wallace (1981a e 1981b), autores que fazem parte de um grupo denominado novo-clássico, fortemente contrário ao uso de qualquer tipo de política monetária ativa por parte da Autoridade Monetária.

A corrente novo-clássica traz consigo influência de hipóteses monetaristas. Basicamente, o que difere nessas duas vertentes é a maneira pela qual os agentes formam suas expectativas acerca do ambiente econômico para a tomada de decisões. Para os novo-clássicos, diferentemente dos monetaristas, as expectativas dos agentes na economia são do tipo racional, ou seja, eles consideram que os agentes, ao formularem suas expectativas, não olham unicamente para trás (*backward-looking*), mas também olham para os acontecimentos que ainda estão por vir (*forward-looking*).

Mais especificamente, agentes racionais segundo esse modelo conseguem absorver todo tipo de informação presente na economia. Além disso, o seu modo de compreender o que está acontecendo no ambiente corresponde exatamente à forma de operação da economia e, assim, a única forma de a política monetária surtir efeito no lado real da economia seria surpreendendo o agente econômico.

Observa-se que a proposição da ineficácia da política monetária nega a existência de um *trade-off* entre inflação e desemprego por considerar que a política monetária é inócua mesmo no curto prazo, e assim políticas discricionárias são indesejadas, ou seja, a moeda nesta economia é superneutra: políticas monetárias sistemáticas não são capazes de influenciar as variáveis reais da economia (p.ex. Modenesi, 2005:158).

Utilizaremos a formulação simplificada apresentada por Carvalho et al. (2007) do modelo desenvolvido originalmente por Thomas Sargent e Neil Wallace (1975) em seu artigo *Rational Expectations and the Theory of Policy*, para mostrar a construção feita pela teoria novo-clássica de que a política monetária não consegue atingir as variáveis reais na economia.

Considere-se a seguinte versão modificada da função de oferta de Lucas:

$$U_t = U_n - \alpha(\dot{P}_t - \dot{P}_t^e) + \beta \quad \alpha > 0 \quad (11),$$

cujas variáveis são:

$U_t$  = desemprego corrente;

$U_n$  = desemprego natural;

$\alpha$  = um parâmetro positivo;

$\dot{P}_t$  = inflação no período t;

$\dot{P}_t^e$  = inflação esperada para o período t;

$\beta$  = todos os fatores não monetários que são capazes de afastar o desemprego corrente do desemprego natural.

De acordo com a equação 11, quando as expectativas inflacionárias dos agentes são confirmadas, o desemprego corrente se iguala ao nível natural de desemprego. Supondo-se que os agentes formam expectativas do tipo racional:

$$\dot{P}_t^e = E(\dot{P}_t / I_{t-1}) \quad (12).$$

Observa-se que, na equação 12, a expectativa de inflação para o período t está levando em consideração todas as informações, I, conseguidas até o período anterior, t-1. Se os agentes processam a informação com base no modelo que, segundo os novo-clássicos, afeta os preços numa economia:

$$\dot{P}_t = \dot{M}_t + d_t \quad (13).$$

em que:

$\dot{M}_t$  = a variação de estoque de moeda;

$d_t$  = um aumento não esperado do produto no período t.

Verifica-se, então, que as expectativas de variação do nível de preços e as expectativas de variação do estoque monetário estão intimamente ligadas:

$$\dot{P}_t^e = \dot{M}_t^e \quad (14),$$

sendo que:

$\dot{M}_t^e$  = variação esperada do estoque monetário para o período t.

Portando, as equações 12, 13 e 14 mostram que, se considerarmos  $d_t = 0$ , fica impossível haver decepção de expectativas quanto aos preços, pois os agentes nesta economia tem pleno conhecimento da regra de variação do estoque monetário. Substituindo 13 e 14 na versão modificada da função de oferta de Lucas, temos:

$$U_t = U_n - \alpha(\dot{M}_t - \dot{M}_t^e) \quad (15)$$

Em suma, qualquer política de expansão do estoque monetário adotada pela Autoridade Monetária não conseguirá afetar o lado real da economia; seu único efeito será um aumento do nível de preços equivalente ao aumento do estoque monetário (v. Carvalho et al. 2007:128).

Verifica-se que, como as expectativas são do tipo racional, a única maneira de a política monetária afetar o lado real da economia é por meio de algum choque de demanda que seja inesperado pelos agentes. De acordo com Carvalho et al. (2007), para uma política monetária causar surpresa aos agentes basta que ela admita a seguinte função:



$$\dot{M}_t = \psi(U_{t-1} - U_n) + \phi \quad (16),$$

cujas variáveis são:

$\psi$  = parâmetro positivo;

$\phi$  = elemento de política monetária conhecido apenas pelos governantes.

Pela hipótese de os agentes adotarem expectativas racionais, a formação de suas expectativas quanto à variação do estoque monetário ocorre com base na função a seguir (p. ex. Carvalho et al. 2007):

$$\dot{M}_t^e = \psi(U_{t-1} - U_n) \quad (17)$$

Rearranjando 16 e 17 em 15, temos:

$$U_t = U_n - \alpha\phi, \quad \alpha > 0 \quad (18)$$

A equação 18 mostra que o desemprego corrente não será igual ao nível natural somente quando os governantes acionarem o elemento  $\phi$ , pois assim as previsões dos agentes em relação à variação do estoque monetário não seriam realizadas (v. Carvalho et al. 2007:129).

Enfim, verifica-se que, na proposição da eficácia da política monetária de Thomas Sargent e Neil Wallace (1981a e 1981b), a eficácia da política monetária fica condicionada à criação sistemática de surpresas inflacionárias, pois somente erros expectacionais dos agentes são capazes de afastar o desemprego corrente da taxa natural.

### 3.2.3 O equívoco entre Regra e Política Passiva

Os trabalhos desenvolvidos por autores, como Milton Friedman, Robert Lucas, Thomas Sargent e Neil Wallace promoveram uma revolução na literatura econômica entre as décadas de 60 e 70. Tais trabalhos foram capazes de conquistar uma legião de seguidores ao longo dos anos propagando, como observado nos tópicos anteriores, uma aversão em relação à discricionariedade e ao ativismo monetário.

Esses autores viram a instituição de regras na condução da política monetária como o antídoto mais eficaz, para a Autoridade Monetária, no combate aos males provenientes do ativismo monetário. O argumento da vertente teórica desses autores está centrado em dizer que quem sabe pouco deve fazer pouco, para que assim seja possível evitar possíveis desconfiças futuras do público e não criar um ambiente de expectativas inflacionárias que terão como resultado a própria inflação.

Observa-se que as regras podem ser interpretadas, nesses trabalhos, como algo similar às políticas passivas; no entanto, isso não deve ser generalizado. Examinando a sua essência, uma regra implica para a Autoridade Monetária a perseguição de um objetivo, para cujo alcance ela necessariamente terá que usar seus instrumentos. Assim, a própria necessidade de a Autoridade Monetária usar seus instrumentos para conseguir cumprir com a regra já desvincula em grande parte o conceito de regra do de políticas passivas.

O que estamos querendo enfatizar é que, apesar de estes autores terem proposto regras que têm por objetivo a restrição na atuação da política monetária, esses não são os únicos tipos de regras existentes.

Uma regra reativa ou de *feedback* é um dos mais conhecidos exemplos de regras que estão associadas com a política monetária ativa. Nela a Autoridade Monetária possui objetivos reais, ou nominais, e para atingir suas metas expande (contraí) o seu estoque monetário se constatar que o desemprego vigente no período anterior está maior (menor) do que o seu nível natural.

Verifica-se que, para evitar este equívoco, deve-se ter bem definidos dois pontos: o primeiro é a vertente teórica adotada, ou seja, se aceitamos os pressupostos que regem a proposição da ineficácia da política monetária ou não; e o segundo, e talvez mais importante, é o que consideramos como regra de política econômica.

Em relação ao primeiro ponto, por um lado, se somos favoráveis aos pressupostos da proposição de ineficácia da política monetária, qualquer regra a ser adotada terá como objetivo primordial a abolição de intervenções ativas do governo na política econômica. Por outro, se acreditarmos que a política monetária é capaz de afetar as variáveis reais na economia, como produto e o emprego, veremos nas regras uma maneira de construir cenários econômicos mais claros sobre as condições macroeconômicas futuras, com o intuito de aumentar a eficiência de políticas monetárias ativas.

Quanto ao segundo ponto, Rudebusch e Svensson (1999) destacam a existência de dois importantes tipos de regras de políticas monetárias: as regras de instrumentos e as regras de metas.

Uma regra de instrumentos é aquela que utiliza instrumentos de política monetária em função de variáveis-objetivo para as quais suas respostas são formuladas. Este tipo de regra pode tanto apresentar uma configuração simples, caracterizada por possuir poucas variáveis-objetivo, quanto uma configuração complexa, cuja principal característica é possuir o máximo de informações econômicas disponíveis. São exemplos de regras instrumentais as regras de McCallum (1988) para a base dos agregados monetários e de Taylor (1993) para as taxas de juros.

Nas regras de metas, o Banco Central se dispõe a manter as variáveis-alvo dentro de metas preestabelecidas. Normalmente, esse tipo de regra possui o objetivo de manter a estabilidade econômica em termos gerais. As metas de inflação são um exemplo clássico de uma regra que visa a manutenção de metas preestabelecidas.

No entanto, de um modo geral, seja por meio de uma equação matemática ou pela instituição de normas comportamentais, possuir uma conduta consistente é uma característica essencial para que algo seja considerado como uma regra, independentemente de visar políticas passivas ou não.

Nesse caso, alguns pré-requisitos são necessários: primeiro, ela deve ser correta, ou seja, adequada à conjuntura econômica existente; segundo, ela deve ter objetivos claros, possíveis de serem alcançados e que possam ser compreendidos pelos agentes econômicos; por fim, ela deve ter coerência com as demais políticas (fiscal e cambial) implementadas pelo Governo (v. Libânio, 2004).

Em suma, não é correto considerar que propor regras é necessariamente buscar uma forma de limitar as ações das políticas econômicas. A política passiva pode ser estabelecida por meio de regras, porém nem todas as regras visam o alcance de uma política passiva. Uma não implica necessariamente a outra; pelo contrário, existem regras que podem potencializar o efeito de políticas ativas por aumentarem a confiança e amenizarem a incerteza dos agentes na economia.

### 3.3 O QUE É CONSIDERADO COMO REGRA PELO *MAINSTREAM* NA POLÍTICA MONETÁRIA

Após deixar claro o equívoco acerca das regras e da política monetária passiva, é preciso compreender o que é considerado hoje como uma regra pelo *mainstream* da política econômica, para depois termos em mente com clareza os argumentos a favor das regras ou da discricionariedade nesse debate. Para isso, será feita uma breve ilustração dos conceitos de metas de inflação e regra de Taylor que representam as regras de metas e regras de instrumento, respectivamente.

### 3.4 O REGIME MONETÁRIO DE METAS DE INFLAÇÃO

#### 3.4.1 Arcabouço teórico

A primeira aparição do regime monetário de metas de inflação se deu na década de 90, mais precisamente na Nova Zelândia em 1990, e visava ser para a Autoridade Monetária uma opção estratégica frente aos regimes mais tradicionais, como a política monetária com câmbio fixo ou com meta de agregado monetário.

A essência do regime monetário de metas de inflação está inserida no arcabouço teórico do Novo Consenso Macroeconômico. Este, por sua vez, incorpora dois elementos considerados cruciais na abordagem teórica desenvolvida por Friedman, a saber: a hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego e a ideia de que a inflação é um fenômeno exclusivamente monetário (v. Modenesi, 2005, p.139).

Outra característica marcante deste arcabouço teórico é a hipótese das expectativas racionais, ou seja, os agentes econômicos, neste modelo, buscam utilizar toda a informação disponível quando estão formando suas expectativas (p. ex. Modenesi, 2005:141).

Observa-se que com essas hipóteses não existe a possibilidade de haver ilusão monetária, pois a expectativa de inflação não pode ser enviesada e os agentes não incorrem constantemente em erros quando estão formando as suas expectativas.

Segundo Oreiro e Neves (2009), em geral, os bancos centrais estão preocupados com a estabilidade de preços na economia e que ela se sustente no longo prazo para evitar os custos sociais de um processo inflacionário crônico. Para que isso ocorra, a política monetária deve ser idealizada para servir como âncora nominal, buscando minimizar as expectativas inflacionárias e reduzir os impactos de possíveis choques inesperados.

No regime monetário de metas de inflação esta deve estar fixada em uma meta pré-estipulada durante certo período de tempo, com o objetivo de garantir a estabilidade de preços na economia.

De maneira geral, segundo Modenesi (2005, p.190), pode-se dizer que o regime monetário de metas de inflação consiste no anúncio de uma meta de médio prazo para a inflação, que será perseguida pelo Banco Central por meio de seus instrumentos de política monetária, mais especificamente, a taxa nominal de juros de curto prazo.

Assim, o regime monetário de metas de inflação age como uma âncora nominal, quer dizer, os ajustes das taxas de juros nominais visam a conduzir a taxa de inflação para a meta definida, assegurando a estabilidade da economia (v. Oreiro e Neves, 2009).

Vale ressaltar que para os defensores deste tipo de regime, a confiança dos agentes em relação a Autoridade Monetária é um fator crucial para o seu sucesso, pois um ambiente econômico mais crível resulta em menores custos de políticas anti-inflacionárias para a Autoridade Monetária.

Enfim, fica evidente que o objetivo primordial a ser perseguido no regime monetário de metas de inflação é a estabilidade de preços, dado que no arcabouço teórico deste regime a atuação da política monetária irá implicar a longo prazo somente o aumento da inflação.

### 3.4.2 Desenho institucional

Muitos países desenvolvidos e em desenvolvimento adotaram o regime monetário de metas de inflação ao longo da década de 90. Dentre os países desenvolvidos que adotaram o regime podemos citar: Nova Zelândia em 1990; Canadá em 1991; Reino Unido em 1992; e Suécia em 1993. Em se tratando de países em desenvolvimento, apesar de o Chile ter adotado o regime logo em 1991, a maioria dos demais países demorou mais para empregar tal modelo, sendo que Brasil e México, por exemplo, só foram optar pelo regime em 1999.

De maneira geral, pode-se dizer que a teoria por trás do regime monetário de metas de inflação é a mesma em todos os países. O que difere o regime de um país para o outro é o desenho institucional adotado pelo país, e isso irá variar de acordo com a história, o regime político, a cultura, as condições econômicas e outros fatores. Vejamos a seguir três fatores principais que diferenciam o regime monetário de metas de inflação de país para país.

O primeiro deles é a escolha do índice de preços que irá servir de referência para a meta. Para Mendonça (2007), é essencial que o índice de preços a ser adotado pelo regime para medir a inflação reflita substancialmente as forças do mercado, pois os índices podem esconder informações que são relevantes para os consumidores e, assim, causar problemas para a Autoridade Monetária.

Neste aspecto, os índices que os países normalmente escolhem são o índice de preços ao consumidor ou o índice de núcleo da inflação, pois são considerados como aqueles que melhor evidenciam o cenário econômico.

O segundo dos fatores é a possibilidade do emprego de válvulas de escape no regime de metas de inflação, com o intuito de atenuar choques inesperados que possam ocorrer na economia. Em outras palavras, existe a possibilidade de o Banco Central se desviar temporariamente da meta a ser perseguida, desde que os motivos desses desvios sejam claros e que as válvulas não comprometam a estrutura do regime (v. Modenesi, 2005, p.195).

O último é em relação à configuração da meta, mais precisamente, o horizonte de tempo para atingir o objetivo, e se a meta deve ser pontual ou por meio de bandas de flutuação.

Quanto ao horizonte temporal, ele será definido conforme as condições de cada economia; o Brasil, por exemplo, adota um horizonte de tempo que considera a inflação acumulada em doze meses no decorrer de cada ano.

Já quanto à meta ser pontual ou com bandas, a Autoridade Monetária deve ter em mente que uma meta pontual é mais crível perante o agente, embora limite a capacidade de enfrentar os choques inesperados na economia, ao passo que uma meta com banda de flutuação é mais flexível, pois fornece para a Autoridade Monetária um intervalo mais amplo e isso aumenta a possibilidade de uma eventual resposta a um choque inesperado (p. ex. Neves, 2007).

Portanto, nota-se que não há um único padrão de regime monetário de metas de inflação; ele pode se adequar às necessidades do país que resolve adotá-lo.

### 3.4.3 Vantagens e desvantagens do regime monetário de metas de inflação

Pode-se dizer que, para os seus proponentes, as vantagens do regime monetário de metas de inflação estão concentradas no aumento da transparência na condução da política monetária aliada com a facilidade de compreensão do regime.

De acordo com Mishkin (2000), as vantagens do regime monetário de metas de inflação seriam: o ganho de credibilidade da política monetária; uma Autoridade Monetária mais responsável; e a melhora na comunicação com os agentes econômicos.

Por certo, seus proponentes estão destacando que um regime monetário de metas de inflação pode ser considerado como algo mais transparente para o público, pois a simplicidade do regime faz com que a sociedade consiga compreender melhor a política monetária que está sendo adotada.

Portanto, esse aumento de transparência fornecido pelo regime faz com que a Autoridade Monetária se torne mais crível para o agente econômico e, conseqüentemente, proporciona maior eficácia das políticas que serão adotadas.

Para os críticos do regime, de uma maneira geral, podem ser levantadas as seguintes desvantagens: a possibilidade do aumento da instabilidade do produto, por consequência da rigidez estabelecida na atuação da política monetária; um banco central responsabilmente fraco, em virtude da grande dificuldade de se prever com alguma exatidão a inflação, aliada à defasagem temporal existente entre a tomada da medida e o seu efeito sobre a inflação; uma instabilidade financeira devida à flexibilidade cambial exigida pelo regime; e o fato de não evitar a dominância fiscal (p. ex. Mishkin, 2000).

Tabela 1 Vantagens e Desvantagens do Regime de Metas de Inflação

Vantagens	Desvantagens
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ganho de credibilidade da política monetária</li> <li>• Autoridade Monetária mais responsável</li> <li>• Melhora na comunicação com os agentes econômicos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Possibilidade de uma maior rigidez na atuação da política monetária</li> <li>• Dificuldades para prever o grau exato da inflação</li> <li>• Não evita a dominância fiscal</li> </ul>

Fonte: Elaboração própria

Em suma, as críticas ao regime monetário de metas de inflação são mais severas quando falamos de metas mais rígidas; da existência de defasagem nos resultados da meta inflacionária; e se o modelo é de fato eficaz na luta contra a inflação, uma vez que alguns estudos mostram que em certos países o modelo não tem conseguido diminuir os níveis de inflação<sup>5</sup>.

Contudo, mais especificamente para os pós-keynesianos, o foco das críticas ao regime monetário de metas de inflação está em seu alicerce no axioma da neutralidade da moeda, que assume a existência de uma taxa natural de desemprego.

Para ser mais claro, é o fato de o regime de metas de inflação admitir que processos inflacionários sejam predominantemente decorrentes do excesso de demanda agregada que ocasiona a sua rejeição por parte dos pós-keynesianos (v. Squeff, Oreiro e Paula,

<sup>5</sup> Para maiores informações acerca das críticas ao regime de metas de inflação, ver Sicsú (2002).

2009). Em outras palavras, devido aos pressupostos em que o regime monetário de metas de inflação está inserido, para os pós-keynesianos, o regime exalta a importância da chamada inflação de demanda e assim, a existência da inflação de custos é negligenciada, ou seja, a natureza dos processos inflacionários é simplificada<sup>6</sup>.

Sendo assim, o regime monetário de metas de inflação é considerado por muitos como uma boa alternativa para a condução da política monetária, embora ele também apresente problemas.

Por fim, o que nos interessa mais de perto é enfatizar que o regime de metas de inflação pode ser, sim, compatível com a teoria pós-keynesiana e buscaremos mostrar isso no próximo capítulo, quando abordaremos as regras sob a ótica de Keynes e dos pós-keynesianos.

### 3.5 REGRA DE TAYLOR

#### 3.5.1 Arcabouço Teórico

Descrita por John Taylor, da Universidade de Stanford, em seu artigo “*Discretion versus policy rules in practice*”, publicado na década de 90, a regra de Taylor é um instrumental de política monetária que tem como objetivo estipular as variações da taxa de juros de curto prazo em função das movimentações de variáveis como a taxa de inflação e o nível de produto.

Na sua forma original, a regra elaborada por Taylor (1993) possui a seguinte configuração:

$$r = p + 0,5y + 0,5(p - 2) + 2 \quad (1).$$

Sendo que  $r$  é a *federal funds rate*;  $p$  a taxa de inflação dos últimos quatro trimestres e  $y$  o deslocamento percentual do PIB real de sua meta.

Nota-se que, em sua versão original, a regra de Taylor sugere que o peso dado pelo Federal Reserve para os coeficientes de reação ( $\alpha p$  e  $\alpha y$ ) seja equivalente a 0,5; e que, caso não haja divergência entre o PIB real e o PIB potencial, a taxa real de juros e a inflação apresentam o valor de 2%, desta forma, a cada um ponto porcentual de inflação ou do PIB que esteja acima (abaixo) de 2%, a *federal funds rate* aumenta (diminui) 0,5%.

Taylor (1993) argumentava que o Banco Central deveria pensar em uma regra que fosse capaz de determinar diretamente a taxa de juros e não a taxa de crescimento nominal da moeda, pois é por meio da taxa de juros que ele seria capaz de afetar os gastos dos agentes na economia.

Assim, a chamada regra de Taylor busca ajustar a taxa de juros de curto prazo de acordo com o desvio do produto de sua taxa natural e do desvio da inflação de sua meta. De fato, a regra de Taylor possibilita para a Autoridade Monetária a adoção de diferentes comportamentos, por exemplo, caso haja valores maiores de  $\alpha p$  e menores de  $\alpha y$  a Autoridade Monetária estaria preferindo uma política voltada, principalmente, para atingir a meta de inflação, de modo que no caso contrário, ou seja, menores valores de  $\alpha p$  e maiores valores de  $\alpha y$ , a prioridade da Autoridade Monetária seria a estabilização do nível de produto.

---

<sup>6</sup> Vale ressaltar que a teoria pós-keynesiana aponta a existência de sete diferentes causas de inflação: inflação de salários; inflação de lucros; inflação de rendimentos decrescentes; inflação importada; inflação de choques de oferta; inflação de impostos; e inflação de demanda. Ver Modenesi (2005: capítulo 3).

Em um contexto mais generalizado, a Regra de Taylor apresenta a seguinte fórmula:

$$r = r_n + \pi_{-1} + \alpha_\pi(\pi - \pi^d) + \alpha_y\left(\frac{y - y^*}{y^*}\right) \quad (2).$$

Em que  $r$  é a taxa de juros de curto prazo;  $r_n$  a taxa de juros de longo prazo;  $\pi_{-1}$  representa a inflação dos últimos doze meses;  $\alpha_\pi$  e  $\alpha_y$  são respectivamente os coeficientes de reação da taxa de juros a desvios da inflação em relação à meta e do produto em relação ao produto “natural”;  $\pi$  e  $\pi^d$  são a inflação corrente e a meta de inflação, respectivamente; e  $y$  e  $y^*$  representam o produto corrente e o produto “natural”.

A regra de Taylor possui em suas bases quatro fatores: o primeiro é a taxa de inflação corrente; o segundo é a taxa de juros de equilíbrio, ambos fazendo referência ao cenário em que a economia opera no nível potencial e revelando a hipótese implícita do uso de uma taxa de juros constante; o terceiro fator é o *gap* entre a inflação corrente e a meta para inflação; e o quarto fator é representado pelo *gap* entre o produto corrente e o produto “natural”. Estes pretendem mostrar que existe um *trade-off* no curto prazo entre inflação e produto (v. Kozicki, 1999).

Do ponto de vista de Taylor, regras normativas simples para a política monetária são capazes de ajudar a orientar as decisões sobre as variáveis monetárias e, em decorrência, proporcionar uma melhora no ambiente econômico.

Mais especificamente, ao ratificar o seu foco nas taxas de juros de curto prazo, ao invés de variáveis monetárias mais complicadas de se mensurar, a regra de Taylor conseguiu chamar a atenção de bancos centrais para a sua utilização (p. ex. Morgan, 2009).

Em outras palavras, por apresentar uma estrutura de formulação mais simplificada do que as demais regras monetárias, a Regra de Taylor teve uma grande aceitação por parte dos formuladores de política monetária, para seu uso.

Além disso, vale destacar o chamado princípio de Taylor, que visa evitar o constante crescimento das taxas de inflação e foi um importante componente na busca pela estabilização do nível de preços.

De acordo com esse princípio, caso ocorra um aumento da inflação na economia, os formuladores de política econômica devem fazer com que a taxa nominal de juros responda mais do que proporcionalmente a esse aumento, para que a taxa real de juros aumente e guie as expectativas dos agentes.

Segundo Taylor (1993), a regra perfeita seria aquela que durasse para sempre; no entanto, o autor reconhece que isto é algo inalcançável, pois as decisões que devem ser tomadas pelo Banco Central são de um nível de complexidade muito elevado.

Neste contexto, como uma regra perpétua é algo inviável, as regras monetárias devem ser adotadas mais como algo que guie o comportamento das autoridades monetárias e dos agentes econômicos, do que como uma equação matemática específica (p. ex. Taylor, 1993).

### 3.5.2 Críticas à Regra de Taylor

Conforme a popularidade e aceitação da regra de Taylor aumentava entre os estudiosos e formuladores de política econômica, maior também o número de críticas referentes ao seu arcabouço teórico.

Autores pós-keynesianos — como Paul Davidson e L. Randall Wray — estão entre os principais críticos ao receituário teórico da regra de Taylor. Tais autores enfatizam que a utilização de taxas de juros pode ser uma maneira competente de combater a alta da inflação, porém a sua utilização não é recomendada devido aos impactos desastrosos que uma elevação da taxa de juros pode causar no nível de emprego vigente na economia, pois a elevação da taxa de juros, para os pós-keynesianos, ataca apenas os sintomas da inflação e não as suas causas<sup>7</sup> (v. Sicsú, 2002).

Além das críticas dos pós-keynesianos, outros questionamentos começaram a ser levantados acerca da regra de Taylor. O primeiro deles diz respeito à robustez da regra, afirmando que uma regra não consegue reproduzir uma boa ilustração das variações nas taxas de juros em períodos consecutivos, ou seja, as regras em geral são vulneráveis à instabilidade dos parâmetros disponíveis e isso faz com que sejam muito sensíveis a pequenas mudanças na economia real (p. ex. Kozicki, 1999).

O segundo questionamento faz referência à simplicidade da regra. Como a regra de Taylor apresenta uma configuração considerada muito simples, ela não seria confiável para representar de modo adequado os acontecimentos do mundo real, e assim, ela seria mais adequada à Autoridade Monetária apenas para ajudar no momento da tomada de decisões (v. Castro, 2011).

O terceiro questionamento reside no problema de mensuração de algumas das variáveis de interesse da regra, como por exemplo as taxas de inflação e as taxas de juros reais de equilíbrio.

A necessidade da precisão desses conceitos pode inviabilizar a utilização de uma regra única de condução da política econômica, pois tais conceitos são frutos de controvérsias entre as vertentes teóricas e não se apresentam de uma maneira precisa ou confiável (p. ex. Orphanides, 2001).

O quarto questionamento tem relação com a sua linearidade. Como as preferências do Banco Central tendem a ser assimétricas, é natural que as respostas do mesmo em relação aos choques na economia não sejam lineares, uma vez que as próprias variáveis analisadas no momento da tomada de decisão não apresentam um comportamento simétrico ao longo do ciclo econômico (v. Castro, 2011).

Por fim, existe uma possível perda de capacidade da política monetária em cenários de baixa inflação ou de baixa taxa nominal de juros, especificamente quando estas variáveis estão próximas de zero. Tal cenário pode implicar o surgimento de múltiplos estados estacionários e isso faz com que a capacidade analítica da regra de Taylor seja deficitária nesse ambiente, pois impõe a necessidade de utilizar outros instrumentos de política econômica além da política monetária para conseguir fazer com que a taxa de inflação atinja a sua meta (p. ex. Taylor e Williams, 2011).

---

<sup>7</sup> O arcabouço teórico pós-keynesiano afirma que existem diversos tipos de inflação e que para cada um dos tipos há um instrumento anti-inflacionário diferente que vise sempre atacar a(s) causa(s) da inflação. Ver Modenesi (2005:201).



Tabela 2 Questionamentos acerca da regra de Taylor

Questionamento	Motivo	Problema
Robustez	Vulnerabilidade à instabilidade dos parâmetros disponíveis	Não apresentar uma boa ilustração das variações nas taxas de juros em períodos consecutivos
Simplicidade da Regra	Configuração considerada muito simples	Não representa de modo adequado os acontecimentos do mundo real
Mensuração das variáveis	Conceitos não se apresentam de uma maneira precisa ou confiável	Inviabiliza a utilização de uma regra de condução da economia
Linearidade	Variáveis analisadas não apresentam um comportamento simétrico ao longo do ciclo de negócios	As respostas do Banco Central em relação aos choques na economia não são lineares
Existência do Limite inferior	Cenários de baixa inflação ou de baixa taxa nominal de juros	Capacidade analítica da regra de Taylor se tornaria problemática em um desses ambientes

Fonte: Elaboração própria

Enfim, qualquer que seja a abordagem na qual basearmos nossa análise dos questionamentos referentes aos diversos problemas aos quais a regra de Taylor está sujeita, talvez o mais adequado seja aceitá-la como um suporte para guiar a política monetária no momento da tomada de decisão do Banco Central, ou seja, dispensando determinar com exatidão o valor da taxa de juros necessário para fazer produzir os efeitos econômicos desejados, na medida em que grande parte desses efeitos se dão sobre as expectativas dos agentes.

### 3.6 ARGUMENTOS EM FAVOR DAS REGRAS

Vimos no início deste capítulo que o maior destaque para o debate de regras *versus* discricionariedade veio com os trabalhos apresentados por Kydland e Prescott (1977), que chamaram a atenção em suas análises para a possibilidade da produção pelo governo de um viés inflacionário ao optar por políticas discricionárias.

Ao trazerem consigo a aceitação de pressupostos da teoria novo clássica, Kydland e Prescott salientaram a importância da credibilidade e do compromisso adquiridos pela Autoridade Monetária, perante o agente econômico, por adotar as regras na condução da política monetária.

O compromisso que as regras fornecem para os agentes é algo de grande relevância para os defensores de tal regime. Compromisso esse reforçado em sociedades democráticas que possuem em suas bases instituições bem estabelecidas.

Em uma sociedade democrática a melhor escolha para o *policymaker* seriam as regras, pois estas são mais simples e fáceis de serem compreendidas; além disso, podem-se adotar arranjos institucionais que tornem difícil a alteração dessas regras (p. ex. Kydland e Prescott, 1977).

Ademais, o fato de que em sociedades democráticas as regras de política monetária poderem ser determinadas por lei inibe as Autoridades Monetárias de trair o agente econômico, uma vez que o seu cumprimento é fiscalizado por alguma entidade responsável e isso reforça a confiança dos agentes perante os formuladores de política econômica.

A análise de Kydland e Prescott (1977) aponta que optar por um regime de discricionariedade pode implicar alterações administrativas que vão se refletir em aumentos nos custos da sociedade, como o desemprego e a inflação, o que irá resultar em efeitos imediatos sobre as expectativas dos agentes e, assim, tornar muito perigosa a manutenção de tal regime. Por essa análise, seria preferível um regime de regras, ou seja, confiar em um regime com crescimento ininterrupto da oferta monetária ou de taxas de impostos constantes como um caminho mais seguro para as ações da Autoridade Monetária.

Assim como Kydland e Prescott (1977), outros grandes defensores das regras na condução da política monetária, como mostrado na primeira parte deste capítulo, foram Barro e Gordon (1983).

Para esses autores, o foco do debate sobre regras *versus* discricionariedade está nas intenções e capacidades dos *policymakers*. Nesta perspectiva, a regra é vista como um compromisso e a discricionariedade como algo bem parecido com um contrato sem garantias.

Desta forma, as regras monetárias são regimes em que o *policymaker* pode fazer compromissos sobre o futuro do crescimento monetário e da inflação; a ação discricionária, apesar de ser capaz de reduzir o desemprego, não suspende a inflação por muito tempo, ou seja, é mais provável que ocorram altas taxas de inflação em regimes discricionários do que em regimes com regras (p. ex. Barro, 1986).

Além do compromisso, outro aspecto importante que sugere o benefício de os *policymakers* manterem regras é a perda de reputação resultante de se adotar medidas discricionárias.

A questão da reputação ganha um maior destaque quando acrescentamos à análise o horizonte temporal do jogo entre o *policymaker* e o público. Barro (1986) afirma que horizontes temporais finitos geralmente acarretam uma quebra da reputação da Autoridade Monetária.

Neste contexto, a Autoridade Monetária será motivada a quebrar as regras quando a expectativa de inflação for baixa ou igual a zero, pois isso estimula a obtenção de uma taxa de inflação positiva para assegurar alguns benefícios dos choques de inflação, ou seja, o custo de trapacear hoje envolve o incremento na expectativa inflacionária futura (p. ex. Barro e Gordon, 1983).

Chama-se a atenção, ainda, para o fato de que, quando a Autoridade Monetária possui um horizonte de tempo para agir, ela inicialmente não deverá agir de maneira discricionária, pois não quer que sua reputação seja afetada, já que o agente privado possui incerteza acerca das características da Autoridade Monetária, e agindo dessa maneira ela consegue melhorar sua reputação frente ao agente (v. Fisher, 1988).

Observa-se que, quando os agentes privados acreditam que o *policymaker* vai seguir suas regras, a Autoridade Monetária, ao seguir com a política discricionária, pode alcançar um ganho no bem-estar social no curto prazo por meio da exploração das expectativas dos agentes (p. ex. Flood e Isard, 1989).

Nesse aspecto, os autores que defendem o uso das regras na condução da política monetária buscam demonstrar que, apesar de a Autoridade Monetária ter incentivos para trapacear, os benefícios adquiridos por essa trapaça são apenas de curto prazo, o que torna os custos de se tomar essa atitude e colocar a sua reputação em risco muito onerosos para o *policymaker*.

Em outras palavras, é possível que a boa reputação adquirida pela Autoridade Monetária seja uma importante aliada no jogo repetido de interação entre a mesma e os agentes privados, e em função disso, os formuladores das políticas monetárias tenderiam a esquecer os benefícios advindos do curto prazo em troca de assegurar os benefícios de longo prazo como, por exemplo, uma inflação na média inferior e um crescimento moderado.

Outro fator que influencia na escolha da Autoridade Monetária pelas regras é a existência de defasagens na condução da política monetária. De acordo com Sicsú (1999), Friedman identificou dois tipos: a primeira é a defasagem interna, que é definida como o tempo que leva para a Autoridade Monetária perceber que ocorreu um choque interno e tomar alguma atitude, mesmo porque existe também uma demora na identificação da melhor medida a ser tomada. A segunda é denominada defasagem externa, que faz referência ao tempo que leva para os efeitos das medidas tomadas aparecerem na economia, uma vez que o impacto da política monetária nas variáveis reais da economia não é imediato.

Alguns autores consideram a vantagem de regras sobre a discricionariedade como a vantagem de uma solução cooperativa sobre uma não cooperativa na teoria dos jogos (p. ex. Taylor, 1993).

Nota-se que a adoção de regras pela Autoridade Monetária é direcionada para o cumprimento de objetivos relacionados principalmente ao controle do nível de preços, ou seja, os *policymakers* adotam regras com o foco no combate ao viés inflacionário (p. ex. Kuhn e Tostes, 2009).

Ademais, Modenesi (2005) observa que Friedman considera indesejada a utilização da política monetária com o intuito de reduzir o desemprego por meio da adoção de medidas discricionárias, pois tal ação ocasionaria uma redução dos níveis de bem-estar social e, assim, a melhor alternativa para a Autoridade Monetária seria optar por uma regra monetária.

Em suma, as vantagens provenientes de se adotar regras para a condução da política monetária são:

Tabela 3 Argumentos em favor das regras

- 
- (i) Maior Credibilidade;
  - (ii) Compromisso;
  - (iii) Fácil compreensão;
  - (iv) Perda de reputação resultante de se adotar medidas discricionárias;
  - (v) Existência de defasagens na condução da política monetária.
- 

Fonte: Elaboração própria

Os argumentos apresentados neste item sinalizam que, para os defensores das regras, o seu uso na condução da política monetária é capaz de fornecer mais benefícios para a Autoridade Monetária do que o regime das decisões tomadas com discricionariedade.

Mais especificamente, por proporcionar menores taxas de inflação e crescimento com baixa volatilidade no equilíbrio de longo prazo, a adoção de regras pode ser superior à discricionariedade. Tal superioridade está relacionada, principalmente, com o arcabouço teórico referente às expectativas racionais dos agentes que inviabilizam a ocorrência dos benefícios de curto prazo provenientes da inflação-surpresa.

Além disso, vale ressaltar que os defensores das regras buscam enfatizar em suas análises o foco em ações cujo resultado se realiza no médio e longo prazos, e não mais no curto prazo.

Portanto, esse autores salientam que as regras são superiores à discricionariedade e por isso são a melhor alternativa para as Autoridades Monetárias, pois elas apresentam boas características operacionais e, dentre as diversas possibilidades disponíveis, são as mais simples e fáceis de serem compreendidas por todos os agentes econômicos, de modo que quando os formuladores de política econômica tentam trapacear, os agentes nesta economia facilmente percebem (p. ex. Kydland e Prescott, 1977).

### **3.7 O QUE É CONSIDERADO COMO DISCRICIONARIEDADE**

Apoiado pelo receituário dos velhos Keynesianos, mas principalmente de autores que se consideram pós-keynesianos, a discricionariedade, ou ativismo monetário, é caracterizada pela livre utilização dos instrumentos de política econômica disponíveis para a Autoridade Monetária.

Desta forma, a Autoridade Monetária não visa ter o compromisso de alcançar objetivos preestabelecidos, pois como o futuro é incerto e ela é incapaz de prever os acontecimentos que estão por vir, ela acredita ser mais eficiente definir a condução da política monetária em função do estado corrente da economia.

Ao adotar a hipótese da não neutralidade da moeda, nem no curto nem no longo prazo, parte dos pós-keynesianos enfatizam que o uso da discricionariedade de instrumentos monetários não pode ser julgado como um erro teórico, pelo contrário, ele seria o melhor caminho para que a Autoridade Monetária consiga combater os problemas de desemprego e inflação.

Em outras palavras, nos regimes com discricionariedade as promessas feitas pela Autoridade Monetária no passado não são capazes de limitar as suas ações futuras.

Por meio da discricionariedade, os formuladores de política econômica buscam políticas que têm a característica de inclinar-se contra o vento (*lean against the wind*), ou seja, as atitudes tomadas e os instrumentos utilizados pela Autoridade Monetária variam de acordo com o ambiente econômico (p. ex. Clarida, Galí e Gertler, 1998).

Portanto, a discricionariedade é uma forma de condução da política monetária que visa alcançar os seus objetivos por meio de atitudes que variam em função do cenário que se apresenta.

Observa-se que a maioria dos críticos afirma que a discricionariedade pode ser considerada como uma política sem compromisso, o que resulta na perda de reputação, o que inevitavelmente leva à supressão da credibilidade.

Não devemos concluir, no entanto, que os autores defensores da discricionariedade não consideram a credibilidade e a reputação como duas variáveis importantes para o sucesso da Autoridade Monetária. Para esses autores, diferente dos defensores das regras, a credibilidade e a reputação são alcançadas quando a Autoridade Monetária atinge o seu objetivo, e a única forma de isso acontecer é adotando a discricionariedade na condução da política monetária.

Por fim, vale ressaltar que é de consenso geral por parte dos defensores da discricionariedade que a política monetária só conseguirá atingir seus objetivos se ela emitir sinais claros aos agentes na economia, ou seja, a política monetária conduzida pela discricionariedade não deve ser secreta, pois só assim ela surtirá efeito no ambiente econômico.

Para dar continuidade ao debate vejamos a seguir os argumentos que sustentam a preferência pela discricionariedade ao invés das regras.

### **3.8 ARGUMENTOS A FAVOR DA DISCRICIONARIEDADE**

Os autores que defendem a utilização de discricionariedade ao invés da regra têm como principal argumento a seu favor a flexibilidade adquirida pela Autoridade Monetária quando ela opta pela primeira.

Segundo Fisher (1988), um dos mais importantes argumentos para a adoção de uma política discricionária é que ela faz o *policymaker* ter mais flexibilidade para a tomada de decisões do que a adoção de regras e, desta forma, ele consegue agir contra choques econômicos indesejáveis de uma maneira mais rápida.

O papel da flexibilidade se torna mais relevante quando associado aos períodos de crise financeira e instabilidade econômica. Nesse contexto, o poder de previsão dos formuladores de política econômica é reduzido drasticamente, pois a possibilidade do aparecimento de diversos tipos de cenários aumenta consideravelmente, o que, por sua vez, eleva a incerteza e assim dificulta a mensuração de variáveis necessárias para a formulação de políticas conduzidas por regras.

Ademais, em momentos de crise, utilizar apenas a política monetária para colocar novamente a economia nos eixos pode não ser suficiente, pois uma política monetária engessada pode acabar prejudicando o implemento de outras ações mais efetivas para o momento como, por exemplo, reformas estruturais e o estabelecimento de políticas emergenciais.

Chama-se a atenção, ainda, para o fato de que o compromisso assumido pela Autoridade Monetária é preferível à flexibilidade do regime discricionário, porém com o passar do tempo de ação do *policymaker* ele se vê cada vez mais induzido a abandonar

esse compromisso para tentar responder aos vários eventos imprevisíveis que podem ocorrer no ambiente econômico (p. ex. King, 1997).

Além disso, os defensores da discricionariedade afirmam que é difícil atribuir alguma virtude à regra simplesmente pelo fato de ela ser uma regra, caso apresente uma performance econômica pobre.

A despeito desses comentários, para os autores que preferem a discricionariedade ao invés das regras, uma forma eficaz de o *policymaker* decidir se irá adotar uma ou outra é colocando o benefício da flexibilidade em uma balança.

Ao fazer isso, ele irá perceber que a flexibilidade é capaz de oferecer a rápida absorção dos choques monetários que estão sujeitos a aparecer no ambiente econômico, o que proporciona o alcance de um cenário mais estável do produto e emprego (p. ex. King, 1997).

No entanto, o que nos interessa mais de perto é ressaltar que é o fato de existir uma enorme variedade de choques no ambiente econômico que dá relevância à flexibilidade proporcionada pelo regime discricionário.

Um dos principais autores que defendiam a discricionariedade ao invés das regras foi James Tobin (1983 e 1998). Para Tobin, a adoção de uma regra fixa para a política monetária é algo incompatível com a economia em que vivemos, pois nela há uma grande variedade de tipos de choques econômicos, tornando essenciais reformulações das políticas adotadas no decorrer do tempo com o intuito de fornecer uma resposta às alterações do estado corrente da economia (v. Modenesi, 2005:94).

Ademais, mesmo que se adote algo como uma regra reativa de política monetária para a economia, ela também não seria eficaz na busca por seus objetivos, pois, para Tobin, vivemos em um mundo inergódico, ou seja, não existe a possibilidade de se prever com precisão quando e como esses choques atingirão a economia.

Dito de outra forma, é impossível antecipar todos os eventos futuros do ambiente econômico sob incerteza, pelo que a ocorrência de erros nessas previsões é comum, e assim a adoção de qualquer tipo de regra seria insuficiente (p. ex. Modenesi, 2005:95).

Outro argumento importante na preferência por regimes discricionários está na sua capacidade de proporcionar uma melhor interação da política monetária com as demais políticas econômicas.

Neste sentido, Carvalho (2007, cap. 11) afirma que é provável atingir patamares socialmente aceitáveis de emprego e inflação quando o *policymaker* relaciona a política monetária com as demais políticas econômicas. Assim, uma política centrada na manutenção de uma regra não estaria aproveitando todos os benefícios que ela pode oferecer.

De acordo com, Sicsú (1997:93):

...a coordenação da utilização de instrumentos de intervenção macroeconômica é fundamental. Quanto mais coordenados estiverem os instrumentos monetários entre si e esses, por sua vez, com os instrumentos fiscais, mais eficiente provavelmente será a política monetária.

Outro autor de destaque na defesa pela discricionariedade é L. Randall Wray. De acordo com Wray (2007), existem três argumentos para se preferir a discricionariedade ao invés da regra. O primeiro faz referência à relação de causalidade entre a pressão inflacionária e a taxa de juros, ou seja, ele aponta para o fato de essa relação não ser simples, pois existem fatores psicológicos e subjetivos no ambiente econômico que, em alguns casos, exercem maior pressão inflacionária do que a taxa de juros poderia atenuar.

O segundo chama atenção para a capacidade de o regime discricionário de romper com o mercado financeiro por meio de alterações aleatórias na taxa de juros.

O terceiro é complementar ao segundo e refere-se a que o uso da taxa de juros como uma ferramenta que gera conflitos no mercado financeiro é capaz de levar à “morte” gradual dos rentistas<sup>8</sup>.

Em suma, podemos enumerar os principais argumentos em favor da discricionariiedade como:

Tabela 4 Argumentos em favor da discricionariiedade

---

(i)	Flexibilidade adquirida pela Autoridade Monetária
(ii)	O fato de existir uma enorme variedade de choques no ambiente econômico
(iii)	Capacidade de proporcionar uma melhor interação da política monetária com as demais políticas econômicas

---

Fonte: Elaboração própria

Portanto, como o futuro é incerto e as variáveis-chave necessárias para fazer com que a regra obtenha sucesso na busca por seus objetivos são impossíveis de se mensurar com precisão, os formuladores de política monetária irão preferir ter como sua aliada a flexibilidade proporcionada pela discricionariiedade, ao invés da restrição fornecida pelas regras na condução dos instrumentos de política monetária, uma vez que a credibilidade e reputação da Autoridade Monetária não serão abaladas caso ela consiga cumprir com os seus objetivos.

### 3.9 CONSIDERAÇÕES ADICIONAIS

A corrente de pensamento de Keynes e dos pós-keynesianos considera, diferentemente dos neoclássicos e novos clássicos, que a política monetária pode ter efeitos no lado real da economia tanto no curto quanto no longo prazo.

Neste contexto, após a exposição do debate de regras *versus* discricionariiedade, observa-se que não se deve negligenciar nesse debate a política monetária proveniente da corrente de pensamento de Keynes e dos pós-keynesianos, uma vez que os próprios pressupostos do arcabouço teórico dessa corrente de pensamento, que foram apresentados no primeiro capítulo deste trabalho<sup>9</sup>, sinalizam que as regras podem vir a ser de grande ajuda para aprimorar a eficácia da política monetária em Keynes, via o arrefecimento da incerteza.

---

<sup>8</sup> Em suma, rentistas são as pessoas que emprestam sua riqueza para agentes na economia com intuito de receber o pagamento dos juros provenientes desse empréstimo. Para maiores detalhes. Ver Wray (2007).

<sup>9</sup> Dentre os pressupostos que são defendidos pelo arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos e que foram apresentados no primeiro capítulo deste trabalho, podemos citar: (i) a não neutralidade da moeda; (ii) o princípio da demanda efetiva; (iii) a incerteza inerente no ambiente econômico; (iv) e o estado de expectativa dos agentes nesta economia.

Dito de outra forma, tendo em mente os argumentos a favor de cada um dos lados no debate, supor que a política monetária em Keynes deve ser feita estritamente por meio da discricionariedade não parece ser o caminho mais correto, pois na presença de incerteza a dependência exclusiva em medidas discricionárias de política monetária pode conduzir a economia para uma trajetória que não permite uma convergência mínima das expectativas, agravando ainda mais a incerteza e levando à possível ineficácia da política monetária.

Ademais, é certo de que a discricionariedade não é uma posição consensual dentro das correntes de pensamento heterodoxas, já que alguns pós-keynesianos como, por exemplo, Setterfield (2006) e Palley (1996) buscam adaptar em suas análises os pressupostos teóricos de Keynes e o sistema de metas de inflação (v. Modenesi, 2005).

Indo além desses comentários, buscaremos neste trabalho verificar se as regras de política monetária podem ser compatíveis, ou não, com a teoria de Keynes e dos pós-keynesianos.

Apesar de a maioria dos estudiosos considerar o termo regra de política monetária como um método, ou um processo mecânico, que visa a determinar estritamente um instrumento de política monetária, ou uma meta de uma variável presente na economia, isto não implica, no entanto, que não possamos vê-la como algo desvinculado de métodos matemáticos e que esteja associado a critérios que guiem a Autoridade Monetária na condução de sua política econômica.

De acordo com Taylor (1993), a busca pela ampliação do conceito de regras para além de simples fórmulas mecânicas não acaba, por si só, com a essência da definição de regra.

Em outras palavras, a palavra “regra” não precisa literalmente significar nem uma fórmula para o alcance de uma meta pré-estipulada, nem um método de ajuste para determinar o valor de um demarcado instrumento.

Queremos ressaltar que associar as regras de política monetária ao conceito de guia ou cartilha, para a Autoridade Monetária, no momento da tomada de decisão, e assim afastando a ideia de regra estritamente mecânica. Como a economia é incerta, é praticamente impossível que regras feitas com base em fórmulas e métodos matemáticos consigam alcançar seus objetivos por um longo período de tempo.



#### **4. UMA PROPOSTA ALTERNATIVA À LUZ DE KEYNES E DOS PÓS-KEYNESIANOS**

Partimos do ponto de vista de que é consenso geral que, para a política monetária conseguir atingir seus objetivos, ela deve dar sinais claros para os agentes econômicos. Dito de outra forma, uma política monetária que consegue ser eficiente é aquela que prepara o ambiente econômico para que a tomada de decisões dos agentes seja feita com menor nível de incerteza possível.

Esta seção pretenderá mostrar, ao vincular as regras com a teoria de Keynes, que mais do que métodos mecânicos formais, as regras são uma das diversas combinações de informações disponíveis para os formuladores de política econômica utilizarem no momento da tomada de suas decisões.

Para isso, primeiro será exposto o regime monetário de metas de inflação e a regra de Taylor sob a ótica Keynesiana. Em seguida, faremos breves comentários acerca da política monetária e cambial em Keynes e seus respectivos elementos fundamentais. Por fim, tentaremos sinalizar que a política monetária de Keynes e dos pós-keynesianos não é incompatível com a ótica das regras; pelo contrário, em um ambiente caracterizado como uma economia monetária de produção, em que os agentes precisam tomar decisões perante um futuro incerto, a política monetária deve passar confiança e credibilidade para a economia, estando entre as referências mais sólidas à disposição dos agentes.

##### **4.1 METAS DE INFLAÇÃO EM UMA ECONOMIA KEYNESIANA**

Muitos estudiosos entendem que o regime monetário de metas de inflação é uma maneira de zelar pela defesa da instituição de regras fixas na condução da política monetária e que, ao fazer isso, ele estaria ressaltando o fato de que a política monetária deve perseguir a estabilidade de preços em detrimento dos outros objetivos.

É verdade que, em linhas gerais, os bancos centrais estão particularmente, preocupados com a estabilidade de preços na economia e que ela se sustente no longo prazo para evitar os custos sociais de um processo inflacionário crônico.

Para que isso ocorra, a política monetária deve ser idealizada para servir como âncora nominal, buscando minimizar as expectativas inflacionárias e reduzir os impactos de possíveis choques inesperados (p. ex. Oreiro e Neves, 2009).

Assim, diversos regimes foram criados visando alcançar a estabilidade de preços. Dentre todos, aquele que os economistas consideram que obteve um resultado mais próximo do satisfatório foi o de metas de inflação, e talvez seja esse o principal motivo pelo qual recorrentemente o regime de metas é associado a esse objetivo final.

Em sua essência, o regime monetário de metas tem como objetivo uma meta numérica de inflação, a ser alcançada através de variações da taxa de juros de curto prazo determinada pelo Banco Central.

Em virtude disso, não parece correto considerar que as metas definidas no regime sejam idênticas às regras fixas de emissão monetária observadas nos receituários teóricos propostos por Friedman. Pelo contrário: como o regime monetário de metas de inflação consegue conceder, para a Autoridade Monetária, a possibilidade de atuar com um alto grau de discricionariedade no alcance das metas que foram estabelecidas, seria mais justo assimilar o regime de metas de inflação, por exemplo, a uma regra de fixação da taxa de juros de curto prazo nos moldes das regras do tipo da de Taylor.

De acordo com Libânio (2004), se o objetivo é alcançar uma perspectiva distinta da convencional, alguns aspectos da teoria que sustenta o regime de metas devem ser

esclarecidos e reavaliados, antes de se buscar a visualização do regime monetário de metas de inflação sob a ótica de Keynes e dos pós-keynesianos.

O primeiro aspecto, segundo o autor, diz respeito à teoria da inflação: a vertente teórica de Keynes e dos pós-keynesianos enfatiza que é errado considerar a inflação como um fenômeno estritamente monetário, e assim, considerar a política monetária como o único instrumento capaz de alcançar a estabilidade de preços. Para Keynes e pós-keynesianos existem diversos fatores que podem explicar a ocorrência da inflação, e cada um deles apresenta uma solução diferente.

O segundo faz referência à teoria da taxa de juros: inexistente nos pressupostos teóricos de Keynes e dos pós-keynesianos uma taxa “natural” de longo prazo, nos moldes Wicksellianos, que assegure o equilíbrio entre poupança e investimento. Afinal, em sua Teoria Geral, Keynes ressaltava que a taxa de juros, além de ser influenciada por condições objetivas, é também um fenômeno monetário com componentes subjetivos, que se mostra incapaz de possuir um valor fixo a longo prazo.

O terceiro e último aspecto é a premissa da não-neutralidade da moeda a longo prazo; mais especificamente, a negação da existência do conceito de taxa natural de desemprego.

Após expor e reavaliar tais aspectos, podemos considerar que o simples fato de o regime monetário de metas de inflação ser encarado como uma regra não impede que ele seja aceito no arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos, pois não existe nada em seus pressupostos que o impeça.

Tendo isso em mente, ao longo dos anos diversos autores buscaram compatibilizar o regime monetário de metas de inflação com o arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos. Nesse sentido, um dos modelos de maior destaque na busca por adequar o regime monetário de metas de inflação à teoria de Keynes foi o de Mark Setterfield (2006). Vejamos a seguir uma breve exposição do modelo proposto pelo autor.

#### **4.1.1 O modelo de Mark Setterfield**

Um dos defensores da incorporação do arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos nas metas de inflação é Mark Setterfield (2006). Em seu modelo o autor sustenta, basicamente, que as metas de inflação seriam compatíveis com Keynes e os pós-keynesianos desde que seja reconhecida a demanda efetiva como determinante do produto real e que o processo inflacionário seja gerido em função do conflito distributivo de trabalhadores e capitalistas.

Mark Setterfield utiliza uma simples alteração de forma na curva de Phillips para explicar o seu modelo; além disso, a sua estrutura é fundamentada em um modelo macrodinâmico de crescimento e distribuição de renda que contém somente um único equilíbrio de longo prazo.

Ademais, para o autor é fundamental que, ao conduzir a política monetária por meio das metas de inflação, os formuladores de política econômica não violem as premissas de Keynes e dos pós-keynesianos.<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> Premissas como: a não neutralidade da moeda; a determinação da produção por parte da demanda efetiva; e a existência de diversas causas do processo inflacionário: ver Mark Setterfield (2006:658).

Assim, de acordo com Setterfield (2006), o modelo é constituído das seguintes equações:

$$y = y_0 - \delta r \quad (1)$$

$$p = \varphi p_{-1} + ay + \theta Z \quad (2)$$

$$\dot{r} = \lambda(y - y^T) \quad (3)$$

$$\dot{Z} = -\mu(p - p^T) \quad (4)$$

em que:

$y$  = produto real;

$y^T$  = meta do produto real definida pelas autoridades monetárias;

$p$  = inflação;

$p^T$  = meta de inflação;

$r$  = taxa de juros;

$Z$  = representa a vontade e capacidade dos trabalhadores de elevar a taxa de crescimento dos salários nominais independentemente do nível atual de atividade económica.

A equação (1) pode ser reconhecida como o equilíbrio do mercado de bens, ou seja, a curva IS. A equação (2) é uma curva de Phillips pós-keynesiana consistente com os pressupostos pós-keynesianos mencionados acima, onde  $\varphi < 1$ . Por fim, as equações (3) e (4) são funções de reação em que a Autoridade Monetária manipula as condições de demanda agregada para alcançar a meta de produto e influenciar a vontade e capacidade dos trabalhadores de pressionar por salários nominais maiores, com o intuito de atingir a meta de inflação.

Em seguida, Setterfield (2006) faz uma redução do modelo estrutural desenvolvido acima, para um sistema de duas equações diferenciais. Sendo assim, a partir das equações (1) e (3) tem-se que:

$$\dot{y} = -\delta\lambda(y - y^T) \quad (5)$$

Fazendo as operações algébricas necessárias, a partir da equação (2) e utilizando as equações (4) e (5), podemos encontrar a segunda equação diferencial que retrata o comportamento da inflação ao longo do tempo:

$$\dot{p} = -\frac{1}{1-\varphi}(\alpha\delta\lambda[y - y^T] + \theta\mu[p - p^T]) \quad (6)$$

Colocando as condições de equilíbrio  $\dot{y} = \dot{p} = 0$  e tendo as equações (5) e (6) obtemos os seguintes resultados:

$$y = y^T \quad (7)$$

$$y = \left( y^T + \frac{\theta\mu}{\alpha\delta\lambda} p^T \right) - \frac{\theta\mu}{\alpha\delta\lambda} p \quad (8)$$

Com a equação (7) nota-se que  $y^* = y^T$ , ou seja, no longo prazo, o produto real é igual à meta do produto. A combinação das equações (7) e (8) fornece a convergência da inflação para a meta.

Ademais, Setterfield (2006) mostra que com a matriz jacobiana desenvolvida a partir das equações (5) e (6), pode-se observar que a configuração de equilíbrio é estável:

$$\begin{bmatrix} \dot{y} \\ \dot{p} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} -\delta\lambda & 0 \\ -\frac{\alpha\delta\lambda}{1-\varphi} & -\frac{\theta\mu}{1-\varphi} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y \\ p \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \delta\lambda y^T \\ \frac{1}{1-\varphi} (\alpha\delta\lambda y^T + \theta\mu p^T) \end{bmatrix} \quad (9)$$

Nota-se que o determinante da matriz jacobiana na equação (9) é positivo e o traço é negativo:

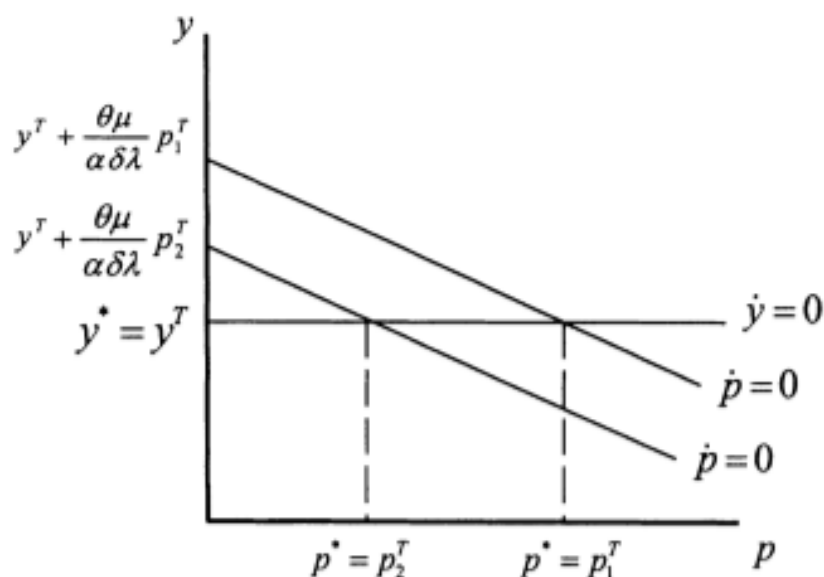
$$|J| = \delta\lambda\theta\mu/(1-\varphi) > 0;$$

$$Tr(J) = -(\delta\lambda + \theta\mu/[1-\varphi]) < 0.$$

Este resultado mostra que é possível para a Autoridade Monetária determinar explicitamente a meta de inflação e que a condução da política monetária por meio do regime de metas de inflação não infringe os pressupostos estabelecidos por Keynes e pelos pós-keynesianos (v. Setterfield, 2006).

A figura 3.1.1 que possui suas bases nas isóclinas das equações (7) e (8), é capaz de mostrar claramente os resultados que foram observados.

Figura 2 O regime monetário de metas de inflação em um modelo pós-keynesiano



Fonte: Mark Setterfield (2006:665)

A Figura 2 mostra que caso haja uma redução da meta de inflação de  $p_1^T$  para  $p_2^T$ , por parte da Autoridade Monetária, o nível de equilíbrio do produto real,  $y^* = y^T$ , não será afetado. Desta forma, o modelo pós-keynesiano para o regime monetário de metas de inflação apresenta uma economia que é perfeitamente compatível com as metas de inflação.

A principal diferença entre o modelo tradicional das metas de inflação e o modelo pós-keynesiano reside no fato de que a configuração econômica do equilíbrio real envolve um nível de produto que é explicitamente criado pela Autoridade Monetária. Em outras palavras, o equilíbrio real no modelo não possui qualquer relação com um equilíbrio de oferta que possa vir a ser determinado de maneira independente à política adotada (p. ex. Setterfield, 2006).

Além disso, o modelo desenvolvido é capaz de capturar facilmente: a relação entre  $Z$  e distribuição funcional de renda; e o impacto da distribuição de renda sobre a demanda agregada e o produto real.

Por fim, o resultado do modelo consiste no fato de que as Autoridades Monetárias são capazes de determinar explicitamente a meta de inflação e que conduzir a política monetária por meio de metas de inflação não viola as premissas de Keynes e dos pós-keynesianos.

Ademais, vale destacar que o autor considera a inflação mantida em um patamar moderado como o nível de inflação que é capaz de fornecer os maiores benefícios para a sociedade como um todo.

#### 4.1.2 Os principais benefícios adquiridos ao incorporar o regime monetário de metas de inflação com o receituário teórico de Keynes e dos pós-keynesianos

O propósito da associação do regime monetário de metas de inflação com o receituário teórico de Keynes e dos pós-keynesianos está vinculado à ideia de que, ao inserir o regime

de metas em uma economia que considerasse seus efeitos reais, os benefícios proporcionados por ele para a sociedade seriam potencializados.

Em primeiro lugar, em um ambiente marcado pela incerteza, a adoção do regime monetário de metas de inflação consegue fornecer, para os agentes econômicos, uma maior transparência a respeito das decisões que irão ser tomadas pelos formuladores de política econômica. Em outras palavras, admitir metas explícitas a serem perseguidas pode ser uma estratégia bem-sucedida na condução das políticas econômicas por parte da Autoridade Monetária (p. ex. Libânio, 2004).

Em segundo lugar, as metas de inflação são capazes de aumentar a eficácia da política monetária por tornarem mais claros os objetivos e as decisões da Autoridade Monetária e com isso, conseguem contribuir para a redução do grau de incerteza, uma vez que, a transparência pode não ser suficiente se os objetivos não estiverem claros para os agentes.

Neves e Oreiro (2006) corroboram com essa visão e consideram que o mais adequado é a perseguição de uma inflação vista como moderada, pois esta iria permitir uma coordenação da política monetária com as demais políticas visando, além de conseguir o controle inflacionário, obter também o crescimento econômico e um maior nível de bem-estar.

Por último, pelo fato de o regime monetário reduzir a incerteza, para os agentes econômicos, em relação aos rumos que serão tomados pelos formuladores de política econômica, o regime monetário de metas de inflação consegue modificar a elasticidade das expectativas dos agentes privados e torná-las mais sensíveis às ações do Banco Central.

Portanto, o regime monetário de metas de inflação pode ser um importante instrumento de auxílio aos formuladores de política econômica, na tentativa de esclarecer as suas pretensões aos agentes econômicos e estabelecer, de certo modo, algum grau de responsabilidade e disciplina ao Banco Central e ao Governo.

O fato de o regime monetário de metas de inflação atuar como uma ancora nominal para a política monetária faz com que ele seja capaz de fornecer um parâmetro para as expectativas formuladas pelos agentes econômicos e para o público em geral, como também agir de forma a direcionar o julgamento da Autoridade Monetária acerca da viabilidade das políticas de curto prazo.

Tabela 5 Os principais benefícios adquiridos ao incorporar o regime monetário de metas de inflação com o receituário teórico de Keynes e dos pós-keynesianos

- 
- (iv) Aumento da transparência nas decisões tomadas pelos formuladores de política econômica;
  - (v) Diminuição da incerteza dos agentes em relação às decisões tomadas pelos formuladores de política econômica;
  - (vi) Aumento da eficácia da política monetária;
  - (vii) Tornar a elasticidade das expectativas dos agentes privados mais sensível às ações do Banco Central.
- 

Fonte: Elaboração própria

Vale observar que talvez o principal problema do regime de metas de inflação não esteja na utilização da taxa de juros como instrumento de política monetária, mas sim em usar excessiva ou exclusivamente a taxa de juros para o combate a todos os tipos de inflação.

Devemos admitir que o regime monetário de metas de inflação pode ser muito mais útil se encarado pela Autoridade Monetária como algo a mais do que um instrumento focado exclusivamente na estabilidade de preços.

Em suma, os aspectos que foram evidenciados neste tópico sugerem a possibilidade de que, em um regime monetário de metas de inflação, as alterações nas taxas de juros podem ser feitas não apenas com o intuito de obter a estabilidade de preços, mas também para alcançar efeitos duradouros sobre o investimento e o estoque de capital.

Afinal, mesmo que a estabilidade de preços seja vista como o objetivo prioritário da política monetária, a Autoridade Monetária não deve negar a existência de outros objetivos de curto prazo, relacionados principalmente ao produto e à taxa de câmbio (p. ex. Mendonça, 2002).

Ademais, vale a pena registrar que devemos considerar a possibilidade de serem estabelecidas metas não só para a inflação, mas também para variáveis reais - como o produto - e fazer com que a gestão da política monetária tenha influência sobre um conjunto mais amplo de variáveis.

#### **4.2 REGRA DE TAYLOR PELA ÓPTICA KEYNESIANA**

No capítulo anterior vimos que, ao longo dos anos, a regra de Taylor foi se tornando um importante instrumento, na visão dos estudiosos, para discussões acerca da viabilidade ou não da utilização de regras na condução da política monetária.

Entre outros aspectos, a sua capacidade de continuamente ajustar suas variáveis em resposta as pequenas perturbações que podem ocorrer na economia; a sua extensa aplicação em diversos países; e a sua variabilidade, que permite a inclusão de novas variáveis para a análise das situações, são alguns dos importantes atributos que chamam a atenção para a importância de uma análise mais cuidadosa das regras do tipo de Taylor.

Tendo isso em mente, buscaremos investigar se, assim como o regime monetário de metas de inflação, a regra de Taylor também poderia ser incorporada na abordagem de Keynes e dos pós-keynesianos.

Primeiramente, vale a pena ressaltar que, o fato das regras do tipo de Taylor apresentarem uma estrutura simples que é capaz de incorporar aspectos distintos e cruciais da política monetária, faz com que, a regra de Taylor seja um mecanismo acessível e fácil para os agentes econômicos compreenderem alguns pontos de partida que são necessários para pensar e argumentar sobre política monetária.

Em segundo lugar, devido as características apresentadas pelas regras do tipo de Taylor, ela pode ser utilizada como uma importante ferramenta de comunicação, entre a Autoridade Monetária e o público, na tentativa de ensinar as pessoas sobre algumas questões referentes a política econômica (p. ex. Kozicki, 1999).

É certo de que qualquer tentativa de associação de um modelo com a vertente teórica de Keynes e dos pós-keynesianos deve levar em consideração nas suas análises, além de fazer uma representação útil e aproximada da economia, os aspectos e as características que sejam capazes de diferenciar o arcabouço teórico keynesiano das demais escolas do pensamento econômico; em que se destaca a percepção do papel desempenhado pela demanda efetiva, não apenas no curto, mas também no longo prazo.

Outro aspecto importante está vinculado ao fato de que, para o arcabouço teórico keynesiano, é necessário reconhecer que todos os problemas derivados das características da economia monetária da produção- como, por exemplo, a inflação e a recessão - devem ser em alguma medida evitados, ou seja, não devemos priorizar um mal em detrimento do outro.

Tobin (1983) afirmava que as Autoridades Monetárias não devem fugir da responsabilidade dos resultados macroeconômicos reais oriundos de suas atitudes tomadas. Com isso, o autor advogava que os formuladores de política econômica não devem se preocupar de maneira exclusiva com a inflação, ou com qualquer outro mal do ambiente econômico.

De fato, para vertente teórica de Keynes e dos pós-keynesianos, os efeitos proporcionados pela política monetária são maiores quando a taxa de inflação não é zero ou próxima de zero, pois tal cenário impactaria negativamente no lado real da economia ao gerar altas taxas de juros e baixas taxas reais de crescimento econômico (p. ex. Lavoie, 2006).

Note-se que, para a escola de pensamento de Keynes e dos pós-keynesianos, uma política monetária conduzida somente para manter a inflação sob controle está, na verdade, sendo subutilizada.

Nesse sentido, de acordo com Mendonça (2001), a regra de Taylor original é capaz de ser associada com a ótica de Keynes e dos pós-keynesianos, pois tem a capacidade de capturar o uso da política monetária assumindo o mesmo parâmetro para a determinação da taxa de juros em resposta às flutuações da inflação e do produto. Em outras palavras, nada indica uma preferência nas premissas das regras do tipo de Taylor pela inflação em detrimento do produto.

Assim, podemos considerar que a regra de Taylor possui características implícitas que são capazes de aproximá-la da perspectiva keynesiana, pois não há em suas bases teóricas elementos que sinalizem para que um Banco Central tenha como obrigação exclusiva a estabilidade de preços.

Por fim, observa-se que, ao utilizar a regra de Taylor, os formuladores de política econômica não estão preocupados em priorizar o combate da inflação em detrimento dos demais problemas, mas sim em ressaltar que não devemos negligenciar o fato de que a política monetária possui a capacidade de afetar o produto real da economia - sendo essa, talvez, a principal semelhança conceitual entre as regras do tipo de Taylor e o arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos.

#### **4.2.1 Os principais benefícios adquiridos ao incorporar a regra de Taylor com o receituário teórico de Keynes e dos pós-keynesianos**

Para ilustrar os benefícios advindos da incorporação da regra de Taylor com o receituário teórico de Keynes e dos pós-keynesianos devemos, primeiramente, lembrar que os agentes econômicos, no momento da tomada de suas decisões em relação ao investimento, se deparam com um ambiente que possui como principal característica a incerteza.

Neste contexto de incerteza inerente, nem sempre o elemento chave que desencadeia um processo inflacionário está centrado nos choques econômicos; nesse ambiente, o problema pode ser oriundo, por exemplo, do mau gerenciamento da política monetária.

Desta forma, cabe aos formuladores de política econômica, com o intuito de evitar problemas desse tipo, desenvolver ferramentas que sejam capazes de conduzir a economia para resultados mais próximos daqueles desejados.



A despeito disso, quando introduzimos regras do tipo de Taylor nesse cenário, notamos que a primeira contribuição que ela pode fornecer para essa corrente de pensamento é ser algo capaz de orientar as medidas a serem tomadas pela Autoridade Monetária.

De fato, como regras do tipo de Taylor conseguem incorporar um bom número de características associadas à política monetária e aceitas pelos analistas e formuladores de política econômica, ela pode se transformar em um ótimo ponto de partida para a elaboração de questões que preocupam a Autoridade Monetária<sup>11</sup>.

Em especial, a simplicidade e a fácil compreensão por parte dos agentes econômicos são dois dos principais aspectos que contribuem para que a regra de Taylor possa ser associada com o arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos.

Outra importante contribuição que a regra de Taylor pode proporcionar para essa vertente de pensamento é a de se tornar uma ferramenta importante na busca pelo estabelecimento de regras bem definidas e por uma Autoridade Monetária com credibilidade, de forma a reduzir a incerteza e proporcionar aos agentes econômicos um ambiente mais favorável para planejar ações futuras.

Ademais, como para a vertente teórica de Keynes e dos pós-keynesianos a economia não gravita nem em torno, nem em direção a uma posição de equilíbrio, as regras do tipo de Taylor podem contribuir para desenvolver no arcabouço teórico pós-keynesiano algo que seja útil para balizar as expectativas dos agentes em relação às políticas econômicas adotadas.

Tabela 6 Os principais benefícios adquiridos ao incorporar a regra de Taylor com o receituário teórico de Keynes e dos pós-keynesianos

- 
- (i) Facilidade de compressão das políticas adotadas por parte dos agentes econômicos;
  - (ii) Desenvolver e amenizar questões que preocupam a Autoridade Monetária;
  - (iii) Amparar a Autoridade Monetária no momento da tomada de decisões;
  - (iv) Torna a expectativa dos agentes, com relação aos formuladores de política, mais estáveis.
- 

Fonte: Elaboração própria

Por fim, o que nos interessa mais de perto neste item é ressaltar que, como não há nada presente nas características teóricas das regras do tipo de Taylor que entre em conflito com a vertente keynesiana, a sua inclusão neste arcabouço teórico pode servir como alicerce para a busca por melhor desempenho da política monetária.

Mas vale ressaltar que, ao sugerir que uma regra do tipo de Taylor possa ser inserida no arcabouço da teoria desenvolvida por Keynes e pelos pós-keynesianos, estamos propondo apenas que ela seja mais um, dentre vários instrumentos disponíveis, capaz de favorecer a execução das políticas econômicas na busca pela redução da incerteza,

---

<sup>11</sup> Por questões que preocupam a Autoridade Monetária entende-se: as expectativas dos agentes; a incerteza; os investimentos e a forma de condução da política monetária.

melhora nas expectativas, aumento dos investimentos e, por conseguinte, melhor desempenho da economia.

Após averiguar se o regime monetário de metas de inflação e as regras do tipo de Taylor podem ser incorporadas no arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos, faremos no próximo item uma breve síntese da política monetária proposta por Keynes e seus seguidores.

### 4.3 BREVES CONSIDERAÇÕES ACERCA DA POLÍTICA MONETÁRIA EM KEYNES

#### 4.3.1 A importância das políticas econômicas para o arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos

Keynes sustentou que a economia não tenderia a um ponto de equilíbrio único caso os formuladores de política econômica optem por deixar as forças de mercado conduzirem-se por si mesmas; ao contrário, o resultado mais provável de tal escolha seria a produção de instabilidade e crises sistêmicas.

Nesse contexto, Keynes aponta que somente a política econômica dispõe de instrumentos capazes de fornecer aos agentes privados um suporte para as suas expectativas envolvendo a decisão de investir.

O investimento é a força motriz do sistema econômico, como proposto por Keynes e pelos pós-keynesianos, e o seu sucesso depende de uma série de fatores, tais como: expectativas, convenções, e a confiança associada ao *animal spirits*.

De acordo com Arestis *et al.* (2015), em um mundo incerto, habitado por agentes econômicos que arriscam a sua riqueza com o intuito de obter mais dessa mesma riqueza no futuro, a política econômica desempenha o papel de ser o que há de mais sólido para os agentes apoiarem as suas expectativas quanto à decisão de investir.

Por certo, neste cenário, ter algo em que os agentes econômicos possam apoiar as suas expectativas é de suma importância, uma vez que, caso os agentes considerem que os resultados de suas ações no futuro são muito incertos, eles tenderão a optar por resguardar a sua riqueza. Assim, ao invés de investir em bens de capital, os agentes preferirão direcionar os seus ativos para as reservas líquidas.

É por isso que as políticas macroeconômicas são tão importantes na perspectiva de Keynes e dos pós-keynesianos: elas servem de base para as expectativas dos empresários, ao indicar a tendência dos formuladores de política e portanto mostrar em que direção a economia poderá caminhar.

Nas palavras de Arestis *et al.* (2015:3):

... macroeconomic policy is the true ‘market signals’ in the Post Keynesian economics, serving as the basis upon which businessmen form good expectations in their investment decision-making process.

Portanto, é a natureza potencialmente instável da economia que reforça a necessidade das políticas econômicas, de modo a fornecer à sociedade uma alternativa à incapacidade de autorregulação da economia capitalista. Contudo, cabe ressaltar que a postura ativista de Keynes e dos pós-keynesianos não deve ser justificada exclusivamente pela existência de problemas sistêmicos na economia.

De acordo com Libânio (2000), existem mais dois fatores que podem justificar a necessidade do ativismo proposto por Keynes por pós-keynesianos. O primeiro é a visão de que é possível se formar uma burocracia pública eficiente e uma gestão econômica

hábil; o segundo decorre da convicção de que o intervencionismo estatal não constitui necessariamente uma ameaça para a liberdade individual do agente econômico.

Por fim, vale ressaltar que a política econômica de Keynes e dos pós-keynesianos não deve ser vista como um princípio alocativo, mas sim, como um princípio de mobilização dos recursos (p. ex. Carvalho, 2008). Dito de outra forma, a política econômica keynesiana, de modo geral, pode ser vista como destinada a estimular a utilização dos estoques de riqueza que não foram alvo da demanda efetiva, e em balizar as expectativas dos empresários, que dependem dos níveis de emprego e renda.

#### 4.3.2 A política monetária no arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos

Do ponto de vista keynesiano, o principal problema enfrentado pela Autoridade Monetária é o de manter o volume de investimento alto o suficiente para garantir o maior nível de produto e emprego.

Quanto aos seus componentes, o núcleo da gestão monetária na abordagem de Keynes e dos pós-keynesianos está vinculado à percepção de que a política monetária possui a taxa de juros e a regulação como os seus principais instrumentos.

Nesse sentido, em *primeiro* lugar, a política monetária proposta por Keynes e pelos pós-keynesianos deve, essencialmente, buscar influenciar a taxa de juros que impacta os investimentos (p. ex. Ferrari Filho e Terra, 2012). Dito de outra forma, a manipulação da política monetária visa, por meio do gerenciamento da taxa de juros básica da economia, influenciar os preços relativos dos ativos que são passíveis de investimento no ambiente econômico.

De acordo com Mendonça (2003), a política monetária na abordagem de Keynes e dos pós-keynesianos não influencia a economia exclusivamente por meio do aumento ou diminuição da oferta de moeda, mas também, e principalmente, aumentando e diminuindo a acessibilidade de ativos que são líquidos em comparação às outras classes de ativos.

Assim, a política monetária no arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos é feita por meio da manipulação do estoque de moeda e/ou da taxa de juros sobre os ativos líquidos, de forma a afetar os portfólios dos agentes privados e promover movimentos de troca das formas de riqueza, possibilitando alterar a renda agregada. Em outros termos, a política monetária em Keynes age basicamente na circulação financeira, para obter efeitos na circulação industrial, impactando, basicamente, os investimentos.

Em particular, podemos considerar que as operações de *open market* seriam o mais relevante canal de transmissão da política monetária, pois a sua influência sobre a taxa de juros pode se dar tanto na mudança do volume de moeda quanto pela alteração de expectativas acerca da política futura.

O essencial a destacar é que a política monetária defendida por Keynes e pelos pós-keynesianos não afeta apenas a produção corrente da economia, mas pretende ser capaz também de impactar as decisões de investimento dos agentes e, dessa forma, levar a economia a realizar seu potencial tanto no curto quanto no longo prazo.

Em segundo lugar, não podemos negligenciar a existência do impacto indireto da política monetária, quer dizer, o seu papel de sinalização aos agentes privados visando à redução da incerteza.

Segundo Carvalho (1999), é essencial que a taxa de juros determinada pela Autoridade Monetária seja conhecida pelo público e não sofra alterações abruptas, pois caso isto aconteça, ela pode se tornar alvo de especulação dos agentes, que estarão visando o alcance dos custos de oportunidade dos investimentos existentes.

Verifica-se, portanto, que é de suma importância deixar a taxa de juros básica da Autoridade Monetária em pleno conhecimento do público e em um nível tal que o público considere normal, pois como o futuro é incerto, a taxa de juros é sempre um relevante alvo a ser antecipado pelos especuladores.

Assim, o melhor caminho para estimular os agentes a agirem na direção indicada pelos *policymakers* é mediante a emissão de sinais nítidos. Sinais de política monetária mais claros podem fornecer aos agentes privados um ambiente mais seguro e confiável no momento da tomada de suas decisões, o que os estimula a agir, com isso reduzindo o tempo de utilização dos instrumentos monetários mobilizados pela Autoridade Monetária.

Chama-se atenção, ainda, para o fato de que a política monetária só possui a capacidade de influenciar as variáveis reais por meio da coordenação da demanda efetiva e da administração da taxa de juros, porque existe uma relação entre os diversos ativos presentes na economia e a própria moeda (p. ex. Ferrari Filho e Terra, 2012).

Aqui vale a pena recuperar o capítulo 17 da Teoria Geral de Keynes, que descreve o fato de as esferas de circulação não serem ilhas isoladas em uma economia monetária, pois, caso o fossem, os argumentos apresentados por Friedman e seus seguidores seriam passíveis na ilha de circulação industrial, o que tornaria válido para a economia o argumento da neutralidade da moeda.

Em contrário, o que Keynes e os pós-keynesianos enfatizam é que existe uma ponte que liga essas duas esferas de circulação, e o único ativo capaz de ir e voltar por essa ponte é a moeda.

Mais precisamente, quando a moeda vai à esfera de circulação industrial ela adquire a forma de meio de troca, enquanto que, na esfera de circulação financeira, seu papel é se transformar em um ativo como qualquer outro presente nessa esfera de circulação.

Segundo Sicsú (1997:19):

A arte da política monetária keynesiana, que visa ao aumento do produto ou, equivalentemente, à redução do desemprego, é transformar moeda-ativo em moeda meio de troca. A arte é induzir a viagem de moeda da circulação financeira para a circulação industrial.

Em suma, para que a política monetária keynesiana seja eficiente, ela deve ser colocada em prática, essencialmente, na circulação financeira, com o intuito de causar impacto na circulação industrial, por meio de estímulos aos investimentos como, por exemplo, a aquisição de novos bens de capital (v. Carvalho, 1994).

Dito de outra forma, a essência da política monetária de Keynes e dos pós-keynesianos está em promover mecanismos que incentivem os agentes a gastarem as suas riquezas nos itens comercializados na circulação industrial, que apesar de não serem tão líquidos, são capazes de render, no longo prazo, lucros mais significativos do que os juros oferecidos pelos ativos líquidos da circulação financeira.

#### **4.3.3 Os objetivos da política monetária no arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos**

Apesar de não ter escrito nada de forma explícita em seus livros e artigos, Keynes fornece, implicitamente, diversas pistas daquilo que ele considerava ser o principal objetivo da política monetária em uma economia monetária da produção.

É certo que, para Keynes, o verdadeiro desafio dos formuladores de política econômica estaria centrado no combate ao problema da manutenção de um volume de

investimento alto o suficiente para garantir, aos agentes presentes na economia, um nível elevado de emprego e renda.

Assim, o objetivo principal da política monetária defendida por Keynes e pelos pós-keynesianos é o alcance do pleno emprego por meio do seu impacto sobre as expectativas empresariais e a demanda efetiva (p. ex. Ferrari-Filho e Terra, 2012).

Porém, de modo geral os pós-keynesianos acreditam que a fim de atingir tal objetivo principal, os formuladores de política econômica se deparam com alguns objetivos imediatos para serem alcançados. De acordo com Arestis *et al.* (2015), podemos definir cinco objetivos imediatos relevantes a partir das ideias de Keynes e que em geral são compartilhados pelos pós-keynesianos, a saber: a estabilidade de preços; a estabilidade financeira; um “bom” estado de expectativas; o estímulo a demanda efetiva; e por último, a estabilidade do valor da moeda em relação a um padrão internacional (como o ouro).

O primeiro dos objetivos imediatos, a estabilidade de preços, está vinculada ao fato de que a inflação é capaz de influenciar as expectativas dos agentes no momento da tomada de suas decisões, o que encurta o longo prazo e resulta em uma economia de demanda efetiva insuficiente por desencadear a preferência pela liquidez.

Aqui vale ressaltar que, no modelo de Keynes e dos pós-keynesianos, como existem diversos motivos para a causa da inflação, é necessário, além da taxa de juros da Autoridade Monetária, que haja uma variedade de políticas para chegar à referida estabilidade.

A estabilidade financeira, o segundo dos objetivos imediatos, é definida por Builter (2008) como a ação da Autoridade Monetária com o intuito de prevenir no sistema financeiro a formação de bolhas nos preços dos ativos, e evitar a iliquidez e a insolvência de instituições financeiras para manter sob controle o risco sistêmico.

A busca pela estabilidade financeira reside da oportunidade de fazer com que o sistema financeiro seja um valioso aliado na luta pelo financiamento de investimentos produtivos, para as famílias e as empresas, ao invés de fomentar os ganhos de curto prazo dos acionistas (v. Arestis, 2015:24).

Dito de outra forma, a estabilidade financeira influencia de maneira positiva a tomada de decisões em prol do investimento produtivo, pois um sistema financeiro forte implica um melhor estado de expectativas, e consequentemente, fornece boas alternativas de financiamento para os investimentos.

O terceiro deles, a manutenção de um “bom” estado de expectativas – no sentido de preservar um estado de confiança favorável – visa produzir confiança e manter estimulado o *animal spirits* dos empresários. De acordo com Bibow (2002), a credibilidade e a transparência, por produzirem confiança nos empresários, podem ser dois atributos relevantes na busca por um bom ambiente institucional para os investimentos e pela criação de barreiras à especulação quanto ao comportamento futuro da taxa de juros.

Ademais, se é pelas expectativas e, em contrapartida, por meio da preferência pela liquidez, que a política monetária é capaz de impactar o lado real da economia, é necessário que haja um bom estado de expectativas para o sucesso da política adotada pela Autoridade Monetária, uma vez que, se os erros expectacionais dominarem o cenário econômico, teríamos como resultado a volatilidade da demanda especulativa e precaucional por moeda, o que tornaria ineficaz a política (p. ex. Arestis *et al.* 2015).

O quarto objetivo imediato, o estímulo à demanda efetiva, implica que a Autoridade Monetária seja responsável por evitar uma escassez da demanda efetiva, bem como monitorar para que os bancos não criem excesso de moeda. Além disso, os bancos centrais devem atuar como emprestadores de última instância para evitar a falência de instituições financeiras e os riscos do contágio financeiro.

O quinto e último objetivo imediato, a estabilidade do valor da moeda em relação a um padrão internacional (como o ouro), salienta a importância de que uma política de taxa de juros esteja intimamente ligada com os mercados financeiros internacionais e não somente com o mercado financeiro nacional (v. Terra, 2013). Em outras palavras, os movimentos referentes ao câmbio podem exercer uma vasta influência não só nas expectativas, mas também nas decisões financeiras e operacionais das firmas.

Em função disso, como veremos no próximo item, a taxa de câmbio deve ser considerada como um fator extremamente importante para a própria política monetária devido aos seus efeitos inflacionários.

A saber, por possuir influência em relação a taxa de câmbio, a Autoridade Monetária pode fazer o uso de suas reservas para ofertar títulos cambiais e assim, causar impactos na inflação via peso dos bens de consumo importados e intermediários na cesta do IPC. Além disso, a taxa de câmbio também é capaz de afetar a estabilidade dos preços de forma indireta ao impactar, via exportações líquidas, a demanda agregada.

Tabela 7 Os objetivos imediatos da política monetária do arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos

Objetivos Imediatos	Alegação
1. Estabilidade de preços	A inflação ser capaz de influenciar as expectativas dos agentes no momento da tomada de decisões.
2. Estabilidade financeira	Privar o sistema financeiro de bolhas nos preços dos ativos, e evitar a iliquidez e a insolvência de instituições financeiras para manter sob controle o risco sistêmico.
3. Manutenção de um bom estado de expectativas	Produzir confiança e manter estimulado o <i>animal spirits</i> dos empresários.
4. Estímulo à demanda efetiva	Autoridade Monetária ser responsável por evitar que haja a escassez da demanda efetiva, bem como deve monitorar para que os bancos não criem excesso de dinheiro.
5. Estabilidade do valor da moeda em relação a um padrão internacional como o ouro	Os movimentos referentes ao câmbio podem exercer uma vasta influência não só nas expectativas, como também, nas decisões financeiras e operacionais das firmas.

Fonte: Elaboração própria

Verifica-se, portanto, que do ponto de vista do arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos, a política monetária é de suma importância na luta para evitar que flutuações desastrosas do emprego no presente se tornem mais desastrosas no futuro. Mais especificamente, a política monetária é um instrumento muito valioso na busca pela promoção do crescimento econômico.

De acordo com Sicsú (1997), existem alguns critérios, que foram apresentados por Keynes em seus escritos de uma maneira dispersa e pouco explícita, para que uma política

monetária se torne eficiente. São eles: ter um objetivo claro (que não seja ambíguo); não dar brechas para a utilização contraditória de seus instrumentos; e disponibilizar o máximo de sinais para os agentes econômicos com o intuito de incentivá-los a agir de acordo com a direção indicada pelos formuladores da política econômica.

Entretanto, vale ressaltar que, para a corrente de pensamento teórico de Keynes e dos pós-keynesianos, nenhuma forma de política monetária é capaz de controlar diretamente as ações dos agentes econômicos. É por meio da mudança no valor de variáveis, como os agregados monetários e as taxas de juros, que a política monetária consegue induzir as decisões privadas.

Em suma, a política monetária deve ser responsável por assegurar um sistema financeiro estável, uma economia que tenha liquidez adequada, e deve envolver também alguma política associada ao controle do câmbio.

No próximo tópico veremos que, apesar de às vezes negligenciado, o câmbio também pode ser considerado como um valioso instrumento de política monetária, na perspectiva keynesiana, na busca pelo alcance dos seus objetivos.

#### **4.4 BREVES CONSIDERAÇÕES ACERCA DA POLÍTICA CAMBIAL EM KEYNES**

A política cambial, em sua essência, pode ser definida como um conjunto de medidas tomadas pelos formuladores de política econômica com o intuito de alcançar objetivos, tais como o equilíbrio das contas externas, a redução da volatilidade da taxa de câmbio e a contenção de efeitos inflacionários. No arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos, a política cambial é capaz de apoiar a política monetária de diversas maneiras.

Um exemplo disso ocorre quando os formuladores de política econômica buscam causar pressões deflacionárias nos produtos comercializáveis via valorização do câmbio, quer dizer, quando as aplicações financeiras se tornam mais atraentes aos investidores devido ao aumento da taxa de juros, a moeda local é valorizada pela maior entrada de capitais, o que facilita as importações, provocando. Assim, pressão deflacionária nos produtos comercializáveis.

Da mesma forma, a política cambial também pode ser muito útil para atenuar os eventuais choques externos adversos que ocasionam a fuga de capitais, e que, caso não sejam combatidos pela Autoridade Monetária, acarretam desvalorização da moeda nacional.

Segundo Arestis et al. (2015), o primeiro aspecto relevante que indica a necessidade da ligação entre essas duas políticas é o fato de que a política cambial ajuda diretamente a política monetária no alcance de um dos seus objetivos imediatos, que é a estabilidade do valor da moeda em relação a um padrão internacional.

Além disso, como a taxa de câmbio consegue regular os capitais externos e amenizar a volatilidade da taxa de juros, ela é capaz de proporcionar, para a Autoridade Monetária, maior autonomia para se preocupar com problemas internos, mais precisamente, com o fomento ao investimento.

Dito de outra forma, quando os formuladores de política econômica possuem algum controle sobre o câmbio, a taxa de juros não precisa possuir vínculos com o equilíbrio externo, pelo que ela pode voltar inteiramente as suas atenções para os problemas domésticos.

Ressalte-se que, para Keynes e os pós-keynesianos, é de suma importância ter um sistema financeiro sólido, de forma a limitar as relações existentes entre as instituições

financeiras nacionais e as estrangeiras, para preservar a economia de males como bolhas de preços de ativos e a instabilidade no balanço de pagamentos.

Ademais, uma taxa de câmbio estável pode ter importante contribuição para estabilizar o ambiente econômico interno, tanto por ajudar na manutenção de uma balança de pagamentos equilibrada, quanto por assegurar a competitividade internacional e evitar a instabilidade de preços proveniente do mecanismo de *pass-through* (p. ex. Ferrari-Filho e Terra, 2012).

Note-se que, como a coordenação entre as políticas econômicas é um aspecto crucial para o alcance dos objetivos almejados, a política cambial, mais especificamente o câmbio, apresenta a característica particular de ser um valioso instrumento de política monetária.

Nesse contexto, a corrente teórica de Keynes e dos pós-keynesianos sinaliza, em seus trabalhos, o apoio a uma política cambial que busque a organização de um regime de câmbio minimamente controlado, afim de alcançar o equilíbrio externo e, particularmente, a estabilidade de preços.

Por isso, deixar o mercado de câmbio funcionando de uma forma livre não é a melhor opção, caso a Autoridade Monetária pretenda que o câmbio real atinja um patamar ótimo em termos de equilíbrio externo e interno, pois, a taxa de câmbio corrente poderá alcançar valores considerados “incorretos” do ponto de vista das dinâmicas de crescimento, emprego e endividamento externo (p. ex. Gala, 2006).

Outro aspecto importante está no fato de as variáveis reais, como o investimento e produto, serem afetadas negativamente pela excessiva volatilidade da taxa de câmbio, o que obriga os governos nacionais a adotarem medidas de política cambial que evitem tal volatilidade excessiva.

Chame-se a atenção, ainda, para o fato de que a política cambial, idealizada por Keynes em seus escritos, foi proposta com a preocupação de não negligenciar a existência de dinâmicas externas das economias monetárias, pois é o fato de elas existirem que impossibilita a construção de um mecanismo que permita a ocorrência de trocas simétricas e equilibradas nas relações comerciais entre os países (p. ex. Arestis *et al.* 2015).

Em particular, podemos ainda considerar que os objetivos da política cambial em Keynes estão centrados na redução da incerteza em relação aos preços futuros de ativos e bens *tradeable* no momento em que os agentes econômicos tomam decisões acerca de fechamentos de contratos de câmbio (p. ex. Ferrari-Filho e Terra, 2012).

De maneira geral, pode-se dizer que a política cambial defendida por Keynes e pelos pós-keynesianos pretende garantir, de forma intertemporal, o equilíbrio externo e a autonomia da política monetária, isto é, as proposições de Keynes apontam para a implementação de um regime de taxa de câmbio administrada, que visa garantir tanto o equilíbrio externo quanto a estabilidade dos preços (v. Gala, 2006).

Uma política de administração cambial que consiga atuar em sintonia fina com a Autoridade Monetária, além de conseguir manter a taxa de câmbio em um patamar competitivo, conseguiria também reduzir a volatilidade cambial, e com isso enfraquecer a atividade especulativa no mercado de câmbio.

É fato que, para conseguir proteger o equilíbrio externo, a política cambial deve estar atenta não somente à balança comercial, mas também à conta de investimentos estrangeiros.

Os formuladores de política econômica devem estar atentos, principalmente, aos capitais que circulam pela conta de investimentos estrangeiros, ou seja, eles devem buscar fomentar a entrada de capitais que tenham como finalidade financiar o investimento e a



produção, e evitar a predominância da circulação de capitais financeiros com o intuito de capitalização via movimentos especulativos e de arbitragem.

Verifica-se, portanto, que o câmbio administrado é preferível por Keynes e seus seguidores, pois ele possibilita que as expectativas dos empresários sejam menos incertas, o que proporciona maior liberdade para a condução da política monetária, uma vez que este regime, além de dificultar os efeitos *pass-through* do câmbio para os preços domésticos, também possibilita que a taxa de juros não fique refém da necessidade de atrair capitais externos (v. Ferrari-Filho e Terra, 2012).

Tabela 8 Os aspectos cruciais da política cambial em uma economia monetária da produção

- 
- (i) Ajuda diretamente a política monetária no alcance de um dos seus objetivos imediatos, que é a estabilidade do valor da moeda em relação a um padrão internacional;
  - (ii) Regula a entrada e saída dos capitais externos com o intuito de atingir o equilíbrio externo e, particularmente, a estabilidade de preços;
  - (iii) Reduz a volatilidade cambial, e com isso enfraquece a atividade especulativa no mercado de moeda estrangeira;
  - (iv) Proporciona, para a Autoridade Monetária, maior autonomia para se preocupar com problemas internos, mais precisamente com o fomento ao investimento.
- 

Fonte: Elaboração própria

Em suma, a adoção do câmbio administrado é preferível, pois cumpre o objetivo essencial de oferecer maior liberdade para a Autoridade Monetária se dedicar aos assuntos internos, tanto por dificultar a ocorrência do efeito *pass-through*, quanto por não obrigar à necessidade do uso sistemático da taxa de juros com a finalidade de atrair capital externo, o que pode inibir o aumento dos investimentos.

Assim, a política cambial a partir de Keynes pode ser pensada como destinada a estabelecer o equilíbrio das contas externas, a estabilidade nas expectativas empresariais e maior autonomia para as demais políticas econômicas, com destaque para a monetária.

Em certo sentido, pode-se dizer que dois pontos são cruciais para compreender a política cambial defendida por Keynes e pelos pós-keynesianos: o primeiro é o fato de a estabilidade cambial ser essencial para a manutenção da estabilidade de preços; e o segundo está relacionado com a tentativa de reduzir as incertezas dos agentes privados.

Afinal, se a taxa de câmbio conseguir proporcionar maior estabilidade, os empresários serão mais encorajados a comprometer-se com a produção, o investimento e o comércio internacional.

Enfim, a política cambial com base em Keynes sugere a adoção da seleção de capitais de natureza mais preventiva, a fim de, ao mesmo tempo, enfraquecer os efeitos desestabilizadores dos fluxos de capitais e se transformar em um dos mecanismos que tornem possível a implementação de políticas econômicas com maior autonomia.

#### **4.5 A EXISTÊNCIA DO ELEMENTO CONTRA-CÍCLICO NO ARCABOUÇO TEÓRICO DE KEYNES E DOS PÓS-KEYNESIANOS**

Antes de começar a exposição sobre o elemento contra-cíclico presente na política monetária da corrente teórica de Keynes e dos pós-keynesianos, é necessário fazer aqui algumas considerações sobre o que está sendo precisamente examinado e definir de modo rigoroso o que realmente trata esta tradição, mesmo que esse não seja o foco principal deste item.

Primeiramente, faremos uma breve explanação sobre alguns elementos da teoria do ciclo, começando pela definição de um ciclo econômico. Existem vários critérios que podem ser utilizados para definir o que seria um ciclo econômico; no entanto, chamamos a atenção para um que consideramos fundamental para delimitar o conceito de ciclo: o que diz respeito à sua periodicidade, ou sua regularidade.

É certo que, quando estamos tratando de sua alternância, podemos recorrer a diversos aspectos, como por exemplo a sua intensidade, duração e amplitude de flutuação; se as flutuações se comportam de uma forma cíclica, esses são critérios relevantes para se fazer uma análise mais precisa.

A caracterização da periodicidade, e por consequência dos ciclos, envolve verificar se o ciclo segue um padrão estável e possível de ser identificado; mais precisamente, pressupõe que exista alguma repetição regular.

Segundo Carvalho (1988) existem duas abordagens que melhor definem o conceito de ciclo. A primeira faz referência às oscilações intrínsecas a uma economia capitalista: nessa visão, o comportamento da economia é cíclico porque eles são estruturalmente inerentes ao funcionamento da economia e não podem ser eliminados inteiramente, a não ser que o próprio sistema seja visceralmente modificado. A segunda é o modelo de propagação, segundo a qual numa economia capitalista as mudanças exógenas geram uma ou muitas ondas, quer dizer, cada ciclo é identificado como uma entidade histórica, que começa quando a economia se encontra em um estado de repouso que é rompido em virtude de um (ou vários) choque exógeno.

O que nos interessa mais de perto é que os modelos de “modo perpétuo”, ou quaisquer outros que advoguem os mesmos pressupostos, não incorporam a mesma visão de capitalismo de Keynes e dos pós-keynesianos.

Para Keynes, a economia monetária da produção não dispõe de dispositivos endógenos, seja nas fases de auge cíclica ou nas fases de baixa cíclica, para promover e manter o pleno emprego, pois isso é uma característica da própria forma de operação do sistema (p. ex. Carvalho, 1988).

De fato, se os choques e os impulsos presentes na economia puderem ser discernidos e monitorados pelos formuladores de política e os agentes econômicos, os próprios movimentos cíclicos se tornariam nada mais do que um problema adaptativo de defasagem.

Segundo Ferrari-Filho e Terra (2012), Keynes buscou compreender a origem dos problemas econômicos de uma economia que ele definia como “empresarial moderna”, um tipo de “economia monetária”. Tais problemas podem ser definidos como: a instabilidade do nível de preços; as flutuações cíclicas dos níveis de produto e emprego; a concentração da renda e da riqueza; e as crises financeiras.

O elemento tempo no ciclo, para Keynes, tem como fator crucial a eficiência marginal do capital; neste aspecto, o tempo necessário para que ocorra a recuperação do ciclo dependerá de quão rápida for a recuperação dos fatores que afetam a eficiência marginal do capital, sendo que tal recuperação pode ser tão mais difícil de se alcançar quanto mais

elevadas forem as taxas de juros e quanto maior for o abalo na confiança dos agentes (v. Keynes, 1985:219).

Frente a esse quadro, as propostas de Keynes quanto às políticas econômicas contra-cíclicas são idealizadas com a intenção de proporcionar um cenário mais estável para que as expectativas possam ser formadas sob um ambiente menos incerto.

A política econômica contra-cíclica se faz necessária na perspectiva de Keynes e dos pós-keynesianos porque as expectativas dos agentes nesta economia são pró-cíclicas; em outras palavras, o comportamento, na maioria das vezes, dos potenciais investidores é do tipo *hedge* (na conceituação de Minsky), já que eles preferem a liquidez dos ativos financeiros ao invés de arriscar sua riqueza diante de possibilidades muito incertas de lucro (p. ex. Sicsú, Oreiro e Paula, 2004).

Assim, as ações do setor privado são normalmente pró-cíclicas e as crises econômicas têm a tendência de surgir quando turbulências, que são inerentes ao sistema, aparecem e não são reprimidas por intervenções anticíclicas do Estado. Verifica-se que as flutuações cíclicas são elementos comuns em uma economia capitalista, pois trata-se de uma economia em que a mudança de ponto de vista quanto aos eventos futuros é capaz de influenciar o volume de emprego e a renda.

Devemos ter em mente que estamos tratando de uma economia que apresenta uma dinâmica instável, em que as instabilidades cíclicas são capazes de proporcionar efeitos imprevisíveis nas expectativas dos empresários, efeitos esses que podem ocasionar o direcionamento da economia para a estagnação do emprego e da renda.

De acordo com Ferrari-Filho e Terra (2012), Keynes propunha que o caminho para a estabilização dos ciclos econômicos nessas economias poderia ser seguido por meio da atuação estatal na forma de políticas econômicas contra-cíclicas que visassem à “socialização do investimento”<sup>12</sup>. Sicsú, Oreiro e Paula (2002) reforçam essa ideia argumentando que o governo deve fazer o uso de políticas macroeconômicas de caráter essencialmente contra-cíclico, tanto no nível doméstico quanto internacional.

A maioria dos registros sobre a política econômica contra-cíclica de Keynes aponta com ênfase para o manuseio da política fiscal contra-cíclica. Isto acontece, de acordo com Terra e Ferrari-Filho (2014), pelo fato de que as políticas contra-cíclicas idealizadas por Keynes buscam dinamizar a economia pela via da demanda efetiva, e a política fiscal, diferentemente da política monetária, é aquela que atua diretamente sobre a demanda efetiva.

Nesse aspecto, a política fiscal contra-cíclica é aquela em que o orçamento público deve ser necessariamente deficitário quando a economia está em retração, e superavitário nos momentos de expansão, atuando, desta forma, como um estabilizador do ciclo econômico<sup>13</sup> (p. ex. Ferrari-Filho e Conceição, 2001).

No entanto, muitos estudos chamam a atenção ao fato de que, para Keynes, apenas a atuação contra-cíclica da política fiscal não é suficiente. É necessário que haja uma

---

<sup>12</sup> “Socialização do investimento” faz referência a uma política econômica em sintonia fina com aquilo que for necessário para que haja cooperação entre a ação da iniciativa privada e a política pública, de forma que essas iniciativas não atuem em concorrência entre si, mas cooperando para que haja uma estabilização dos ciclos econômicos; ver Ferrari-Filho e Terra (2012).

<sup>13</sup> Keynes centra suas observações na perspectiva da administração dos gastos públicos, constituindo dois orçamentos: O orçamento corrente, que representa os fundos e recursos necessários para manter os serviços básicos para a população pelo Estado; e o orçamento de capital, que diz respeito aos investimentos produtivos de responsabilidade do Estado para a manutenção da estabilidade no sistema econômico; ver Ferrari-Filho, Cunha e Bichara (2014).

coordenação entre as políticas monetária, fiscal e cambial para que o ciclo econômico seja estabilizado.

Ademais, é fato que políticas econômicas desarticuladas não conquistam a confiança dos agentes em relação à demanda efetiva e ainda são capazes de piorar a instabilidade proveniente de flutuações sistêmicas.

Sendo assim, não faz sentido ter uma política monetária com postura mais ativa objetivando zelar pela meta inflacionária se a política fiscal também apresentar um comportamento mais ativo, ou seja, realizando políticas que sejam consideradas pró-cíclicas (p. ex. Moreira e Carvalho-Junior, 2013).

O ponto chave dessa questão é que as turbulências econômicas são da natureza do sistema; elas surgem no seu núcleo e de forma inesperada, e se as devidas intervenções anticíclicas do Estado não forem feitas, tais turbulências podem se transformar em crises, pois as atitudes da iniciativa privada têm caráter pró-cíclico e tendem a agravar cada vez mais as situações.

Assim, é dever dos formuladores de política econômica elaborar estratégias capazes de fornecer a sensação de segurança e proporcionar um ambiente que estimule os empresários a empreender seus investimentos, lucrativos e geradores de renda e emprego.

Dito de outra forma, a política monetária contra-cíclica deve proporcionar um nível de produto que seja mais estável para a economia. A Autoridade Monetária, via sua política de juros, deve estipular taxas que não impliquem em desvios de investimentos produtivos para financeiros. Afinal, o fomento aos investimentos produtivos deve continuar de forma estável para que haja emprego, criação de riqueza e renda e por consequência a estabilidade do ciclo econômico.

Em períodos de recessão econômica, a Autoridade Monetária deve praticar ações expansionistas, como por exemplo, a adoção de uma taxa básica de juros que seja ao mesmo tempo baixa e estável, com intuito de impulsionar o investimento produtivo e coibir ações que causem impactos negativos sobre o estado de expectativas empresariais; enquanto que, em períodos de auge econômico, as atitudes tomadas devem ser contracionistas, como por exemplo, a adoção de uma taxa básica de juros mais elevada frente a choques positivos de produção. Aqui vale ressaltar que, as atitudes contracionistas nos períodos de auge econômico devem ser praticadas de forma moderada, para evitar a ocorrência de profundos efeitos negativos na economia que podem mudar o foco dos objetivos pretendidos.

A política monetária que opera de forma contra-cíclica deve, portanto, praticar um programa de estabilização que atue principalmente sobre os portfólios dos agentes, com intuito de conduzi-los a preferir lucros que sejam mais compensadores do que os rendimentos advindos dos juros, pois são estes que impactam de forma permanente as variáveis reais da economia, como o produto e emprego.

Em suma, ao estabelecer taxas de juros reais que sejam mais compatíveis com a manutenção do crescimento econômico, tanto em períodos de recessão quanto em períodos de auge, a Autoridade Monetária busca prevenir grandes alterações no nível de investimento e zelar pela estabilização automática dos ciclos econômicos, para atuar de forma mais efetiva e duradoura como política contra-cíclica.

Com base nesses argumentos, podemos concluir que a política monetária em Keynes deve possuir um caráter contra-cíclico, para evitar ou atenuar os momentos de pico ou de vale da trajetória de flutuações da economia, mesmo que isso custe ao sistema um crescimento mais moderado do investimento, pois a moderação é melhor do que a volatilidade acentuada.

Keynes (1985, p.221) indica que a “solução” para os períodos de auge está nas políticas incentivadoras da propensão marginal a consumir, e não em adotar altas taxas de juros; afinal, elas podem fazer com que investimentos relevantes percam seu incentivo.

De acordo com Keynes (1985, p.222).

O remédio para o ciclo econômico não consiste em evitar o auge das expansões e em manter assim uma semi-depressão permanente, mas em abolir as depressões e manter deste modo um quase-*boom* permanente.

Nesse sentido, a política econômica keynesiana tem o foco na ação contínua do Estado na busca de evitar as trajetórias recessivas. Nota-se que a adoção de políticas contra-cíclicas pode ser considerada positiva por proporcionar ao governo a possibilidade de adotar medidas com o intuito de suavizar o ciclo em momentos de baixo nível de atividade econômica, medidas essas que seriam compensadas posteriormente quando a economia alcançasse um nível mais alto de crescimento.

Ademais, a postura contra-cíclica da política monetária proposta por Keynes deverá ter um caráter moderado, para que ela não cause um efeito contrário ao desejado, ou seja, para não agravar, ao invés de diminuir, a flutuação cíclica do produto e a inflação.

Em suma, uma atuação contra-cíclica pelos formuladores de política econômica é desejável, pois além de desempenhar um importante papel de sinalização, busca também evitar que atuações erráticas da Autoridade Monetária dificultem o entendimento do cenário por parte dos agentes e impeçam que haja maior clareza sobre as expectativas para os contextos futuros. Portanto, ao agir contra-ciclicamente, a Autoridade Monetária deve manipular a política monetária nos momentos oportunos para dinamizar os níveis de consumo e investimento.

#### **4.6 A IMPORTÂNCIA DA COORDENAÇÃO ENTRE AS POLÍTICAS ECONÔMICAS NO ARCABOUÇO TEÓRICO DE KEYNES E DO PÓS-KEYNESIANOS**

Políticas econômicas são definidas como ações conscientes e planejadas por governantes de um Estado e que podem ser feitas por meio de três caminhos: política monetária; política cambial; e política fiscal ou administração fiscal.

Mais precisamente, toda política econômica é um mecanismo de intervenção estatal que visa a correção de falhas de mercado ou a coordenação econômica via estabilização automática do ciclo.

Por certo, como sua própria substantivação já aponta, a política econômica é, em sua essência, política e, por conta disso, ela é delimitada nas esferas de poder direcionadas pelo Estado, visando mover a economia por um determinado caminho.

As políticas econômicas são formuladas com o intuito de atingir determinados objetivos; no entanto, como aponta Tinbergen (1952), os formuladores de política econômica devem definir um número de objetivos que seja inferior ao número de instrumentos que serão utilizados, pois caso contrário, ao menos um dos objetivos pré-estipulados não será alcançado, ou seja, cada objetivo deve possuir pelo menos um instrumento correspondente.

Embora essa seja uma condição necessária para o sucesso da intervenção estatal, ela não é suficiente. A coordenação na utilização dos instrumentos de política econômica pode ser um elemento essencial no alcance de objetivos que necessitam de mais de um instrumento para ser acionado.

Para Mendonça (2003), a explicação para este comportamento é bem simples: em sociedades consideradas democráticas, quando o cidadão nomeia seus representantes, ele possui a expectativa de que os seus objetivos serão alcançados pelo governo, de forma que o melhor resultado possível em termos de bem-estar será atingido. Assim, como a taxa de inflação é apenas um dos objetivos que o público leva em consideração no momento da escolha de seu voto, não é justo que, depois de nomeado, o candidato escolhido priorize a inflação em detrimento dos demais objetivos que possam ser alcançados.

Nesse cenário, não se deve negligenciar a possibilidade da coordenação de políticas econômicas como uma opção para o alcance de objetivos pré-determinados pelos formuladores de política econômica, uma vez que a coordenação na utilização dos instrumentos pode ser vantajosa para amenizar os impactos negativos e potencializar os impactos positivos das políticas monetária, fiscal e cambial, a fim de torná-las consistentes perante os agentes econômicos.

Em sua Teoria Geral, Keynes dá sinais, mesmo que de forma indireta, de que estava ciente da existência de uma reciprocidade casual entre as políticas econômicas; de que a existência de instabilidade cíclica nas economias monetárias implica um comportamento imprevisível por parte do estado de confiança dos empresários; e que se as políticas econômicas forem desarticuladas entre si, não serão capazes de fomentar as expectativas dos empresários para o investimento e ampliarão o potencial de flutuação do sistema econômico.

Segundo Paula (2008), é um aspecto fundamental de uma política econômica de caráter keynesiano a implementação de uma boa coordenação entre elas, pois, na perspectiva de Keynes, políticas consideradas específicas não devem ser formuladas de maneira isolada das demais.

Neste enfoque, há um aumento na eficiência por parte das políticas econômicas contra-cíclicas na busca por seus objetivos, quando estas são feitas com uma coordenação entre as políticas monetária, fiscal e cambial (v. Ferrari-Filho, Cunha e Bichara, 2014). Além disso, são enfatizados os benefícios advindos de uma coordenação entre o setor público e privado<sup>14</sup>, ressaltando-se que ambos não devem agir como concorrentes, mas de forma conjunta.

Verifica-se que, caso as políticas econômicas forem desarticuladas, podem acabar intensificando os ciclos econômicos por não fomentarem nos agentes a confiança em relação à demanda (efetiva) sobre seus produtos (p. ex. Ferrari-Filho e Terra, 2012).

Moreira e Carvalho-Junior (2013) corroboram este argumento ao enfatizar que se as políticas econômicas propostas pelo Estado forem rivais ou possuírem conflitos de interesses, os agentes poderão presumir que tais políticas não são críveis e, assim, o governo terá a sua credibilidade reduzida perante o empresariado.

A coordenação de políticas não envolve subordinação de uma em relação a outra, pois nesse caso seria criada uma espécie de jogo, no qual a Autoridade Monetária teria a vantagem de mover a primeira peça e apenas restaria para a Autoridade Fiscal o fardo de manter o orçamento equilibrado (v. Mendonça, 2003).

Assim, ao admitir que a política monetária possui a capacidade de impactar outras variáveis que não apenas a taxa de inflação, verifica-se que os formuladores de política econômica são capazes, em tese, de encontrar soluções que resultem em um maior nível de bem-estar social.

---

<sup>14</sup> Coordenação não é sinônimo de planificação, pois, caso isso fosse verdade, o elemento da ação empresarial seria eliminado: ver Ferrari-Filho e Terra (2012)

Nota-se que a coordenação das políticas econômicas possibilita à Autoridade Monetária ter a vantagem, no momento da tomada de suas decisões, de não priorizar um objetivo em detrimento de outro; pelo contrário, ela pode com a coordenação considerar dois ou mais objetivos a serem perseguidos.

Ressalta-se ainda que, ao optar pela coordenação das políticas econômicas, os formuladores de política têm a possibilidade de obter um melhor planejamento acerca dos objetivos pretendidos, pois ela evita que haja potenciais custos sociais provenientes da possibilidade de divergência entre as políticas monetária, fiscal e cambial.

Segundo Ferrari-Filho, Cunha e Bichara (2014), a importância de um Estado ativo na economia é a de evitar os danos advindos do fato de a economia ser fadada a uma orientação exclusiva das expectativas do mercado. Os autores ressaltam que baixas taxas de juros, isoladamente, possuem um menor efeito sobre o investimento do que se estivessem associadas a políticas públicas direcionadas à promoção do investimento.

Tendo em vista isso, o Estado possui um papel fundamental, pois a política orientada para uma relativa estabilização dos gastos seria capaz de amenizar os danos causados pelas flutuações.

Ademais, o nível de incerteza do ambiente é reduzido quando a transparência na condução das políticas está associada à sua coordenação, o que melhora a estabilidade da formação de expectativas em relação aos fundamentos econômicos (p. ex. Mendonça, 2003).

Portanto, um dos benefícios advindos da coordenação das políticas econômicas ocorre quando ela é associada à transparência na sua condução. Nesse cenário, ela se torna uma estrutura que é capaz de amenizar o nível de incerteza no ambiente e contribuir para que haja a formação de expectativas positivas em relação às atitudes tomadas pelos formuladores da política econômica.

Outro importante argumento a favor da coordenação reside na existência de um potencial risco de políticas desarticuladas entre si causarem déficits, desemprego e o retorno da inflação por praticarem, por exemplo, políticas monetárias contractionistas e uma trajetória de endividamento público insustentável.

Os problemas advindos dos resultados provenientes da dominância fiscal também podem ser mais um componente a favor da coordenação das políticas econômicas, como por exemplo resultados como a elevação dos déficits em virtude de maiores gastos e a alta da inflação em decorrência da emissão monetária pela Autoridade Monetária (v. Mendonça, 2003).

Além disso, é fato que, se analisarmos um dos caminhos possíveis de utilização da política econômica, como por exemplo a política monetária, notaremos que a sua complexidade técnica, a sua pluralidade de objetivos e os seus instrumentos limitados indicam que a coordenação entre as políticas econômicas é crucial para o alcance do objetivo mais geral da política econômica keynesiana, ou seja, o pleno emprego.

Em suma, os objetivos das políticas econômicas em Keynes não estão limitados apenas na manutenção da estabilidade de preços, mas buscam também, e principalmente, a maximização do bem-estar social.

Desta forma, para que a lógica operacional das políticas econômicas em Keynes auxilie na manutenção da demanda efetiva em patamares que sejam satisfatórios para o fomento da produção, do emprego e da renda, ou seja, para que haja o crescimento econômico aliado ao pleno emprego e sem agravar a desigualdade de renda, as políticas macroeconômicas devem ser ativas e coordenadas.

Afinal, como visto, para o arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos, a coordenação na utilização dos instrumentos de política econômica é uma condição

fundamental para o sucesso das mesmas, pois quanto maior for a coordenação dos instrumentos monetários entre si e esses com os instrumentos fiscais e cambiais, provavelmente mais eficiente será cada uma delas, e em particular a política monetária, que importa aqui mais diretamente.

#### **4.7 UM MODELO DE REGRA DE POLÍTICA MONETÁRIA PARA INCORPORAR UMA VARIÁVEL REPRESENTATIVA DE MODIFICAÇÕES NA CONJUNTURA INTERNACIONAL ECONÔMICA**

Para dar um passo adiante em nossa discussão propomos um modelo de extensão de uma regra do tipo de Taylor que incorpore tanto os elementos teóricos de Keynes e dos pós-keynesianos, quanto uma variável representativa de modificações na conjuntura internacional econômica.

O que se pretende é mostrar que é possível definir regras ativas na política monetária do arcabouço teórico keynesiano que forneçam claros sinais aos agentes econômicos e tenham, em sua essência, características contra-cíclicas e de coordenação entre as políticas sem, concomitantemente, oferecer discricionariedade aos responsáveis pela formulação da política econômica.

Porém, antes de dar início a exposição do modelo, cabem aqui algumas considerações para um melhor esclarecimento daquilo que se pretende alcançar com essa proposta.

Primeiro: a escolha por analisar a teoria monetária de Keynes e dos pós-keynesianos, se deve ao fato de sua visão de política monetária enfatizar, a partir da premissa de não-neutralidade da moeda, a proposição de que a política monetária é capaz de causar impactos reais e duradouros sobre a economia. Ao contrário da visão convencional, que considera apenas temporários os efeitos de uma política monetária no lado real da economia, e por isso restringe ao Banco Central o papel de cuidar somente da estabilidade dos preços.

Em uma economia monetária da produção, a moeda não é apenas um mero meio de pagamento; ela é também, e principalmente, o principal ativo sobre o qual se volta a preferência por liquidez, portanto uma forma de riqueza, e isso faz com que ela possua atributos atraentes para os agentes econômicos.

Portanto, na economia estudada por Keynes a influência da política monetária sobre a decisão de investimento é ressaltada, pois a capacidade da Autoridade Monetária de direcionar mudanças na composição de portfólios do público induz a formação de expectativas dos agentes no momento da tomada de decisão sobre investir.

Segundo: o resgate da teoria que envolve o debate de regras *versus* discricionariedade na condução da política monetária foi um importante passo para compreender melhor os principais elementos que estão presentes na avaliação da política monetária, e identificar quais são os motivos que estimulam a escolha de ambas as partes.

O debate de regras *versus* discricionariedade - um problema que passou a despertar grande interesse por parte de estudiosos e ganhou maior destaque com os escritos de Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1983a e 1983b) - está relacionado com a decisão das Autoridades Monetárias em estabelecer regras que estipulam ações a serem adotadas em qualquer período de tempo, ou optar pela determinação de instrumentos políticos a cada momento.

Como já discutido no capítulo 2, resumidamente: por um lado, aqueles que defendem a adoção de regras enfatizam que, ao optar pelas regras, a Autoridade Monetária firma um compromisso que é facilmente compreendido pelo agente econômico, o que confere mais credibilidade para as suas ações e evita a perda de reputação advinda de atitudes



discricionárias. Além disso, outro importante aspecto a seu favor é a dificuldade de se definir com clareza a política discricionária adequada, devido a existência de defasagens na condução da política monetária e, principalmente, a dificuldade de se prever o comportamento futuro das variáveis presentes na economia.

Todos estes argumentos salientam que, dentre as diversas possibilidades disponíveis, a regra é a escolha mais simples e fácil de ser compreendida por todos os agentes econômicos e o seu foco está voltado para ações cujo resultado se realiza no médio e longo prazos, e não mais no curto prazo.

Por outro lado, os defensores da discricionariedade sinalizam que o ganho de flexibilidade na tomada de decisões, a enorme variedade de choques presentes no ambiente econômico e a capacidade de proporcionar melhor interação da política monetária com as demais políticas, são os principais atributos que motivam a Autoridade Monetária a optar pela discricionariedade na condução de suas ações.

Ademais, para esses autores o fato de o futuro ser incerto dificulta a mensuração com precisão de variáveis-chave necessárias para fazer com que a regra obtenha sucesso na busca de suas metas e, assim, os formuladores de política econômica devem optar pela discricionariedade uma vez que, caso a política discricionária consiga atingir seus objetivos, ela não sofrerá perda de credibilidade.

Após o resgate dos pontos que envolvem essa discussão, percebemos que não há um consenso dentre os pós-keynesianos acerca da utilização de um regime de metas de inflação, ou mesmo uma regra do tipo de Taylor, para a condução da política monetária, pois restringir a atuação da política monetária em Keynes apenas à discricionariedade pode não ser o caminho ideal, porque os próprios pressupostos do arcabouço teórico dessa corrente de pensamento indicam que a adoção de regras pode vir a ser de grande ajuda no aprimoramento da eficácia da política monetária, pelo fato de conseguir amenizar a incerteza inerente do ambiente.

Terceiro: a escolha da regra de Taylor para a nossa análise se deve à sua simplicidade e à capacidade de capturar de maneira adequada o uso da política monetária. Em outras palavras, a regra de reação para determinação da taxa de juros básica da economia, que foi apresentada por Taylor em seu artigo "*Discretion versus policy rules in practice*", publicado na década de 1990, consegue fornecer um aparato razoável para a inclusão do importante aspecto da proposição de coordenação entre as políticas econômicas.

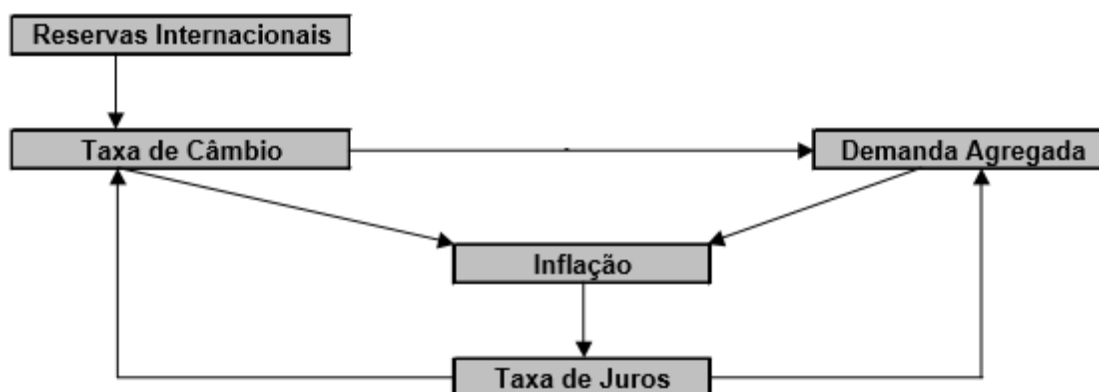
Além disso, como a regra assume o mesmo parâmetro para a determinação da taxa de juros em resposta às variações do nível de preços e do produto, fica explícito que, além da busca pela estabilidade de preços, também há a preocupação de se evitar um movimento recessivo na economia.

Enfim, como suas premissas não ressaltam que a inflação seja preferível ao produto, ou vice-versa, pode-se dizer que a regra de Taylor apresenta implicitamente aspectos que a aproximam das perspectivas keynesianas

Quarto: sabemos que nos escritos de Keynes e dos pós-keynesianos a política econômica que recebe maior destaque dentre todas é a política fiscal, por ser a única que consegue ter impactos diretos na demanda agregada. Porém, a escolha de adicionar uma variável representativa de modificações na conjuntura econômica internacional se deve ao fato de a política cambial estar intimamente ligada à política monetária em uma economia monetária da produção.

De fato, em economias abertas e com livre movimentação de capitais, a política monetária se torna também política cambial, pois os diferenciais internacionais de taxas de juros são um dos aspectos que determinam a taxa de câmbio, principal instrumento da política cambial.

Quadro 3 Mecanismo de transmissão da política monetária para Economias Abertas



Fonte: Carneiro e Hon Wu (2000:14).

O quadro 4 tenta fazer uma breve ilustração de como não é simples o mecanismo de tomada de decisões em uma política monetária: tal processo envolve diversos indicadores-chave, curvas de rendimento, teorias econômicas, etc. No entanto, vemos no mesmo quadro que a política cambial é indispensável para que a política monetária alcance seus objetivos.

De fato, a taxa de câmbio é capaz de influenciar direta e indiretamente o nível de preços de uma economia. A forma direta surge devido aos impactos da taxa de câmbio no nível de preços de bens e serviços que fazem parte da composição de algum índice de preços presente na economia, como por exemplo: *commodities*; serviços de energia elétrica; serviços de telefonia; e derivados de petróleo. Já a forma indireta ocorre em setores que utilizam insumos importados, serviços supramencionados e, principalmente, derivados de petróleo. Observa-se que uma desvalorização cambial consegue pressionar diretamente o índice de preços por aumentar o preço das *commodities*, dos serviços de energia e dos derivados de petróleo, o que afeta diretamente o nível de inflação. Além disso, uma desvalorização cambial pode também afetar indiretamente a inflação por elevar o valor dos insumos que são necessários para a produção em alguns setores.

Em se tratando dos impactos da taxa de câmbio sobre a demanda agregada, eles estão centrados, principalmente, na competitividade da produção doméstica *vis-à-vis* a internacional. Desta forma, uma desvalorização cambial torna as importações relativamente mais caras, o que poderia ocasionar no direcionamento da demanda de produtos importados para algum produto similar nacional e levar à redução da competição externa ao proporcionar maior liberdade para a formação de preços dos produtores domésticos.

Portanto, como a coordenação entre as políticas econômicas é um importante aspecto para Keynes e pós-keynesianos, a política cambial, em especial a taxa de câmbio, pode ser um instrumento muito valioso para ajudar a política monetária no alcance dos objetivos almejados.

Quinto, e talvez o mais importante: esperamos aqui poder superar o paradigma de que uma “regra” precisa ser, literalmente, um método, ou um processo mecânico que visa estipular de forma restrita a política monetária.

O conceito de regra que estamos propondo aqui vai além do significado de uma fórmula para o alcance de uma meta pré-estipulada, ou um método de ajuste para determinar o valor de um demarcado instrumento. Afinal, a existência de incerteza em relação aos acontecimentos futuros faz com que seja praticamente impossível que regras

feitas com base em métodos matemáticos consigam alcançar os seus objetivos por um longo período de tempo.

Assim, ressaltamos que a tentativa de ampliar o conceito de regras para algo a mais do que simples fórmulas é um exercício válido e que não elimina com o cerne da definição do que realmente é uma regra.

Desta forma, o que pretendemos aqui é assimilar as regras de política monetária ao conceito de guia ou cartilha, para a Autoridade Monetária, no momento da tomada de decisões, e assim, afastar a ideia de que a regra deve ser uma fórmula estrita.

Ademais, vale lembrar que o fato de propor regras não implica, necessariamente, que estamos recomendando a limitação das ações das políticas econômicas, uma vez que, não são todos os tipos de regras que visam ao alcance de uma política passiva; pelo contrário, existem regras que podem potencializar os efeitos de políticas ativas por aumentarem a confiança e amenizarem a incerteza dos agentes na economia.

Portanto, o aspecto fundamental que motivou o desenvolvimento desta proposta é mostrar que a política monetária em Keynes não deve ser feita de forma inteiramente discricionária; ela tem uma lógica, pode seguir uma regra, um programa político, e dentro dessa lógica, a Autoridade Monetária deve: dar claros sinais aos agentes presentes na economia, seja por meio de uma fórmula mecânica ou pelo pré-anúncio de suas ações; possuir ações com características contra-cíclicas para amenizar os efeitos dos momentos de pico e vale de uma economia; e fazer com que haja coordenação entre as políticas econômicas para conseguir sucesso no alcance dos vários objetivos de política econômica.

Esclarecidos esses pontos, vejamos agora uma breve ilustração de modelos de extensão da regra de Taylor para incorporar uma variável representativa de modificações na conjuntura internacional econômica que já foram desenvolvidos.

#### **4.7.1 Breve revisão de alguns modelos que incorporam a taxa de câmbio nas regras de política monetária**

Desde o começo dos anos 1990, economistas têm dedicado esforços para elaborar regras de política monetária, que forneça ao banco central algo como uma meta, um objetivo, de inflação para ser perseguido pelo Banco Central. Correntes como os chamados novos clássicos, novos keynesianos, síntese neoclássica, escola do ciclo de negócio, dentre outros, têm se dedicado a elaborar modelos que adicionam a taxa de câmbio às regras de política monetária.

Apesar de ser recente, a literatura que estuda a incorporação da taxa de câmbio em regras de política monetária já obteve resultados importantes. Podemos citar, dentre os autores que se dedicaram a desenvolver modelos para essa discussão, Laurence Ball (1999), Svensson (2000) e Taylor (1999b).

Tais autores estavam motivados a descobrir a resposta para perguntas como: qual o papel da taxa de câmbio nas regras de política monetária? Como a taxa de câmbio deveria ser levada em consideração na formulação das políticas monetárias? Como os instrumentos de política monetária deveriam reagir com a taxa de câmbio?

De acordo com Taylor (1999b), em sua grande maioria, os modelos de regra de política monetária seguem o seguinte padrão:

$$y_t = A(L, g)y_t + B(L, g)x_t + u_t \quad (1)$$

$$x_t = G(L)y_t \quad (2)$$

sendo que:

$y_t$  = vetor de uma variável endógena (taxa de inflação; produto real; e taxa de câmbio);

$x_t$  = variável de política (taxa de juros de curto prazo);

$A(L, g)$ ,  $B(L, g)$  e  $G(L)$  = são matrizes;

$g$  = vetor composto por todos os parâmetros em  $G(L)$ .

A equação (1) é a forma reduzida de um modelo dinâmico estocástico com expectativas racionais e a equação (2) é a regra de política monetária que a autoridade monetária deve levar em conta.

Tendo em mente a existência de diversos tipos de modelos para as regras, podemos considerar que uma boa e simples regra de política monetária, de maneira geral, deve possuir em sua base a estrutura a seguir (p. ex. Taylor (1999b)):

$$y_t = -\beta(i_t - \pi_t - r) + u_t \quad (3)$$

$$\pi_t = \pi_{t-1} + \alpha y_{t-1} + e_t \quad (4)$$

$$i_t = g_\pi \pi_t + g_y y_t + g_0 \quad (5)$$

onde:

$y_t$  = defasagem entre o PIB real e o PIB potencial;

$i_t$  = taxa de juros nominal de curto prazo;

$\pi_t$  = taxa de inflação;

$u_t$  e  $e_t$  = termos de erro.

Os parâmetros  $\beta$ ,  $\alpha$  e  $r$  são todos positivos e seus valores dependem dos parâmetros de política  $g_\pi$ ,  $g_y$  e  $g_0$ . A equação (3) pode ser interpretada como uma curva IS; a equação (4) é uma equação de ajustamento de preços e mostra a lentidão dos ajustes de preços ao longo do tempo; e a equação (5) corresponde a regra de política sugerida ao Banco Central. Observe-se que, juntas, as equações (3) e (4) correspondem aos vetores da equação (1), enquanto que, a equação (5) corresponde a regra de política da equação (2).

Vejamos, por exemplo, uma regra de política monetária envolvendo a taxa de câmbio, que foi apresentada da seguinte forma por Taylor (1999b):

$$i_t = f\pi_t + gy_t + h_0e_t + h_1e_{t-1} \quad (6)$$

em que:

$i_t$  = taxa de juros nominal de curto prazo definida pelo Banco Central;

$\pi_t$  = taxa de inflação;

$y_t$  = o gap entre o produto real e o potencial;

$e_t$  = taxa de câmbio real.

Observa-se que os parâmetros da política são  $f$ ,  $g$ ,  $h_0$  e  $h_1$ . Se  $f > 1$ ,  $g > 0$ ,  $h_0 = h_1 = 0$ , então a equação (1) fica idêntica a uma regra do tipo de Taylor no qual não existe reação por parte da taxa de câmbio.

Vale destacar que a regra proposta por Taylor para determinar a taxa básica de juros não é proveniente de estimativas econométricas; além disso, ela é adequada para uma situação de economia fechada, ou seja, quando  $h_0 = h_1 = 0$ .

Neste contexto, a discussão acerca do impacto da taxa de câmbio na regra de política monetária se torna uma questão de saber qual deve ser o valor do parâmetro  $h$ , ou seja, se ele deve ser zero ou não.

No seu estudo feito acerca do assunto, Taylor (1999b) examinou uma regra de política monetária parecida com a equação (1) e estipulou o valor dos coeficientes de reação da taxa de câmbio em  $h_0 = -0,25$  e  $h_1 = 0,15$ .

Em seu trabalho, Taylor (1999b) assumiu a existência do pressuposto das expectativas racionais e da inercia nos mecanismos de transmissão da política monetária para expor uma possível regra de política monetária para o Banco Central Europeu. O autor utilizou um modelo com aproximadamente sete países dos quais se encontram a França, Alemanha, Itália, Reino Unido, Japão, Canada e Estados Unidos.

Os resultados obtidos pelo autor mostram que a inclusão da taxa de câmbio na regra de política monetária pouco melhorou o desempenho de alguns países como França e Itália, e ao contrário do esperado, piorou o desempenho de outros países como a Alemanha.

Taylor (2001) considera que existem duas possíveis razões que explicam o péssimo resultado obtido proveniente da reação direta da taxa de câmbio com uma regra de política.

A primeira está vinculada com a existência de uma complexa relação indireta entre a taxa de câmbio e a regra de política monetária, mesmo que os coeficientes  $h$  forem iguais a zero. A segunda se deve ao fato de que alterações na taxa de câmbio, devido a mudanças do poder de paridade de compra, não podem ser compensadas por mudanças na taxa de juros, ou seja, em algumas situações as alterações da taxa de câmbio representam mudança na produtividade da economia e isso implica a ocorrência de efeitos adversos na inflação e no produto real que dificilmente serão compensados por meio de mudanças na taxa de juros (v. Taylor, 2001).

Em suma, Taylor (2001) mostra que mesmo o modelo não possuindo como uma de suas variáveis a taxa de câmbio, ela consegue influenciar o comportamento da regra de política monetária, pois a reação da taxa de câmbio, na verdade, se mantém presente de forma implícita na equação.

Portanto, a inclusão de valores nos coeficientes  $h$  não implica grandes transformações na performance da regra monetária, porque uma regra de política monetária para uma economia fechada pode ser considerada a mesma que a de uma economia aberta, devido a inércia dos mecanismos de transmissão da política monetária e, sob expectativas racionais, a possibilidade da ocorrência de efeitos indiretos na regra provenientes de alterações da taxa de câmbio (p. ex. Taylor, 2001).

Outro importante trabalho feito acerca do tema foi o de Laurence Ball (1999), em que o autor definiu seu modelo a partir de três equações:

$$y = -\beta r_{-1} - \delta e_{-1} + \lambda y_{-1} + \varepsilon \quad (7)$$

$$\pi = \pi_{-1} + \alpha y_{-1} - \gamma(e_{-1} - e_{-2}) + \eta \quad (8)$$

$$e = \theta r + v \quad (9)$$

em que:

$y$  = defasagem do produto real;

$r$  = taxa de juros real;

$e$  = valor da moeda local;

$\pi$  = inflação;

$\varepsilon$ ,  $\eta$  e  $v$  = choques de ruído branco.

A equação (7) representa uma curva IS de uma economia aberta, em que o produto depende das variações da taxa de juros, do valor da moeda local e dos choques de demanda.

A equação (8) é uma curva de Phillips para uma economia aberta, em que alterações na inflação dependem de variações do produto, de mudanças no valor da moeda local e de choques na economia.

A equação (9) retrata uma relação positiva entre a taxa de juros e o valor da moeda local; ela capta a ideia de que um aumento na taxa de juros faz com que os preços das ações domésticas se tornem mais atrativos aos agentes, o que conduz a uma apreciação do valor da moeda local. O choque “ $v$ ” descreve outros possíveis aspectos que influenciam no valor da moeda local tais como as expectativas, a confiança do investidor e taxas de juros externas.

A característica chave do modelo é que a política adotada pode afetar a inflação por meio de dois canais: indireto e direto. O canal indireto trabalha em dois períodos por apresentar defasagens. Nele, uma contração monetária reduz o produto e a inflação por meio da curva de Phillips, de modo que é necessário um período para que as variáveis afetem o produto e outro período para que o produto afete a inflação. No canal direto, os efeitos de uma mudança no valor da moeda local sobre a inflação necessitam de apenas um período para ocorrerem (p. ex. Ball, 1999).

Ball (1999) substituiu a equação (9) na equação (7) para eliminar “ $r$ ” do modelo e mostrar os efeitos do valor da moeda local no produto futuro e a inflação:

$$y_{+1} = -\left(\frac{\beta}{\theta} + \delta\right)e + \lambda y + \varepsilon_{+1} + \left(\frac{\beta}{\theta}\right)v; \quad (10)$$

$$\pi_{+1} = \pi + \alpha y - \gamma(e - e_{-1}) + \eta_{+1} \quad (11)$$

Considerando que os formuladores de política escolhem o atual “e”, Ball (1999) mostra que as variáveis de estado do modelo podem ser definidas por duas expressões que correspondem a termos nas laterais do lado direito das equações (10) e (11):

$$\lambda y + (\beta/\theta)v; \quad (12)$$

$$\pi + \alpha y + \gamma e_{-1}. \quad (13)$$

Os comportamentos futuros do produto e da inflação são determinados por essas duas expressões, a regra para escolher “e”, e choques futuros. Uma vez que o modelo é linear-quadrático, pode-se mostrar que a regra ótima é linear na duas variáveis de estado:

$$e = m \left[ \lambda y + \left( \frac{\beta}{\theta} \right) v \right] + n(\pi + \alpha y + \gamma e_{-1}) \quad (14)$$

em que “m” e “n” são constantes a serem definidas.

Na equação (12), a escolha de “e” depende dos choques cambiais “v” bem como das variáveis observadas. De acordo com a equação (9), “v” pode ser substituído por  $e - \theta r$ . Fazendo as substituições e reorganizando os termos, Ball (1999) mostra que temos a seguinte equação:

$$wr + (1 - w)e = ay + b(\pi + \gamma e_{-1}) \quad (15)$$

onde:

$$w = m\beta\theta/(\theta - m\beta + m\beta\theta);$$

$$a = \theta(m\lambda + n\alpha)/(\theta - m\beta + m\beta\theta);$$

$$b = n\theta/(\theta - m\beta + m\beta\theta).$$

Para Ball (1999) a equação (15) representa uma regra de política para uma média de “r” e “e”, e modifica a regra de Taylor em duas formas. Primeiro, pelo fato de as variáveis de política serem uma combinação do valor da moeda local e da taxa de juros e, segundo, ao substituir a inflação por  $\pi + \gamma e_{-1}$ , que é uma combinação da inflação e do valor da moeda local no período anterior.

Observa que a primeira mudança implica, para os formuladores de política econômica, pensar em políticas que usem tanto a taxa de juros quanto a taxa de câmbio. Já a segunda mudança indica que a inflação consegue filtrar os efeitos diretos de variações no valor da moeda local, porém esses efeitos são temporários, uma vez que, em uma economia aberta, o valor da moeda local irá, eventualmente, retornar ao seu nível de longo prazo, que é normalizado para zero, ou seja,  $\pi + \gamma e_{-1}$  mede a inflação que filtra os efeitos diretos, mas temporários, do valor da moeda local.

O modelo desenvolvido por Ball (1999) sustenta que a política monetária deve responder à inflação e ignorar os efeitos de flutuações que são ocasionados pelo valor da moeda local.

O resultado alcançado no modelo mostra que há um ganho de performance com a inserção da taxa de câmbio na equação. O autor chega a essa conclusão por meio das diferenças nos valores entre o produto real e o potencial, e a inflação e a meta de inflação dos modelos. Porém, vale ressaltar que a melhora dessa performance é pequena, especialmente para um modelo que apresenta grandes coeficientes de reação.

Um terceiro estudo que incorpora a taxa de câmbio nas regras de política monetária foi feito por Svensson (2000). Nele o autor analisa uma pequena economia aberta em que tanto a taxa de câmbio quanto os choques advindos do resto do mundo são levados em conta no momento da construção da política monetária.

O modelo de Svensson (2000) mostra uma regra de política bem similar à de Ball (1999) e se destaca dos demais modelos pela característica *forward-looking* dos agentes da economia e por conter os fundamentos da microeconomia de uma forma mais explícita.

Svensson (2000) assume o pressuposto das expectativas racionais e o seu modelo foi elaborado basicamente a partir das seguintes equações:

$$\pi_{t+2} = \alpha_\pi \pi_{t+1} + (1 - \alpha_\pi) \pi_{t+3|t} + \alpha_y [y_{t+2|t} + \beta_y (y_{t+1} - y_{t+1|t})] + \alpha_q q_{t+2|t} + \varepsilon_{t+2} \quad (16)$$

$$\pi_t^c = (1 - \omega) \pi_t + \omega \pi_t^f = \pi_t + \omega (q_t - q_{t-1}) \quad (17)$$

$$y_{t+1} = \beta_y y_t - \beta_\rho \rho_{t+1|t} + \beta_y^* y_{t+1|t}^* + \beta_q q_{t+1|t} - (\gamma_y^n - \beta_y) y_t^n + \eta_{t+1}^d - \eta_{t+1}^n \quad (18)$$

$$q_{t+1|t} = q_t + i_t - \pi_{t+1|t} - i_t^* + \pi_{t+1|t}^* - \varphi_t \quad (19)$$

em que:

$\pi_t$  = inflação;

$y_t$  = gap do produto;

$q_t$  = taxa de câmbio real;

$\varepsilon_t$  = choque de oferta;

$\omega$  = participação dos produtos importados no IPC;

$y_t^*$  = produto estrangeiro;

$\pi_t^f$  = a inflação corrente das mercadorias estrangeiras importadas;

A equação (16) representa a oferta agregada na forma de uma curva de Phillips para uma pequena economia aberta. A equação (17) retrata a inflação proveniente de algum tipo de índice de preços, por exemplo, o IPC. A equação (18) corresponde à demanda agregada na produção dos bens domésticos nessa economia, em que todos os coeficientes são constantes e não-negativos, com  $0 \leq \beta_y < 1$ , em que  $\eta_{t+1}^d$  é um choque de demanda e a variável  $\rho_t$  é definida como  $\rho_t \equiv \sum_{r=0}^{\infty} r_{t+r|t}$ , sendo que  $r_t$  é a taxa juros real.



Por fim, a equação (19) reproduz a condição de paridade dos juros reais; nessa equação, o autor assume que a inflação do setor externo, o produto do setor externo, o prêmio de risco cambial e a taxa de juros do setor externo apresentam a seguinte forma, respectivamente:

$$\begin{aligned}\pi_{t+1}^* &= \gamma_\pi^* \pi_t^* + \varepsilon_{t+1}^*; \\ y_{t+1}^* &= \gamma_y^* y_t^* + \eta_{t+1}^*; \\ \varphi_{t+1} &= \gamma_\varphi \varphi_t + \xi_{\varphi,t+1}; \\ i_t^* &= f_\pi^* \pi_t^* + f_y^* y_t^* + \xi_{it}^*;\end{aligned}$$

em que:

$\xi_{it}^*$  = um choque externo.

Fazendo as operações algébricas e rearranjando os termos, Svensson (2000) chegou à seguinte equação:

$$\rho_t = -q_t + i_t^* + \frac{(f_\pi^* - 1)\gamma_\pi^*}{1 - \gamma_\pi^*} \pi_t^* + \frac{f_y^* \gamma_y^*}{1 - \gamma_y^*} y_t^* + \frac{1}{1 - \gamma_\varphi} \varphi_t \quad (15)$$

O modelo proposto por Svensson (2000) é muito parecido com o que foi desenvolvido por Ball (1999), brevemente exposto acima. Os resultados do modelo indicam que uma regra de política monetária, nos moldes do desenvolvido pelo autor, que reage com a taxa de câmbio pode, na verdade, conduzir para uma deterioração da performance do produto.

\*

Essa breve revisão teórica dos modelos de incorporação da taxa de câmbio em regras de política monetária nos sugere que, de modo geral, o resultado dessa incorporação não fornece grandes vantagens para os formuladores de política econômica.

Ademais, vale destacar que alguns pressupostos em que tais modelos foram inseridos não se assemelham, de maneira geral, com aqueles desenvolvidos pelo arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos.

Porém, o fato de os modelos que foram expostos nesse item não serem plenamente compatíveis com as ideias de Keynes não implica, necessariamente, que devemos descartá-los por completo. Afinal, existem conceitos e estruturas que podem ser reaproveitadas para a formulação de um modelo que se aproxime dos padrões keynesianos.

Dentre os modelos apresentados aqui, consideramos que o de Ball (1999) é aquele que apresenta o melhor conjunto de elementos a serem aproveitados em nossa proposta. Assim, o foco do próximo item será o de tentar propor uma alternativa de política monetária contendo regras para a estabilização de preços à luz de Keynes e dos pós-Keynesianos.

#### **4.7.2. Uma tentativa de proposta alternativa de política monetária como regras para a estabilização do ciclo econômico à luz de Keynes e dos pós-keynesianos.**

No breve resgate feito no item anterior, acerca dos modelos de regra de política monetária que incorporam como uma de suas variáveis a taxa de câmbio, nota-se a presença de duas questões que merecem maior atenção para a formulação da nossa proposta.

A primeira questão é a definição de quais devem ser os valores ótimos dos coeficientes, presentes na regra de política, vinculados com a inflação, produto e a taxa de câmbio, pois estes valores influenciam o comportamento da volatilidade da economia.

De acordo com Kozicki (1999), além de influenciar no comportamento da volatilidade da economia, tais coeficientes podem ser desenvolvidos para indicar ao agente econômico quais serão os objetivos tanto de curto quanto de longo prazo da Autoridade Monetária.

Apesar de os modelos darem muita ênfase na definição dos valores desses coeficientes, o que é válido, cabe notar que os parâmetros devem poder ser modificados periodicamente, considerando que uma boa regra deve poder ser atualizada e adaptada conforme a situação se apresente.

Dito de outra forma, a principal preocupação que devemos ter com relação aos parâmetros é a de fazer com que eles forneçam claros sinais aos agentes sobre os objetivos que serão perseguidos pela autoridade monetária ao adotar a regra, mesmo sem enfatizar necessariamente o valor exato destes.

A segunda questão diz respeito à escolha e definição das variáveis que irão compor a regra. Essa é uma questão decisiva, pois é principalmente por meio de suas variáveis, mais até do que pela equação em si, que a regra indica aos agentes quais foram as premissas utilizadas para a sua formulação e que guiaram o comportamento dos formuladores de política.

Assim, as variáveis que compõem um modelo com pressupostos pós-keynesianos devem salientar conceitos como: a não neutralidade da moeda; o princípio da demanda efetiva; e a existência de diferentes causas para a inflação.

Nesse sentido, a taxa de câmbio pode ser considerada uma variável essencial por seu impacto direto e indireto (via produto) sobre a inflação; assim, a incorporação dessa variável na regra de política satisfaz a necessidade da inclusão de elementos que tornem mais completo o sistema de metas de política monetária, ao mesmo tempo em que atende um preceito pós-keynesiano de não focalizar unicamente a relação entre taxa de juros e inflação.

Todos os modelos brevemente apresentados no item anterior apresentam a característica convencional (neoclássica) de descrever o comportamento da economia por meio de modelos de equilíbrio. Porém, em um modelo inserido no arcabouço teórico de Keynes, o mesmo pode não se aplicar necessariamente, pois o princípio da demanda efetiva não envolve qualquer noção de equilíbrio, apenas de determinação causal unidirecional, sem que existem mecanismos que conduzam a economia automaticamente para algum equilíbrio (em particular, o de pleno emprego).

Dito de outra forma, como visto no capítulo teórico, a demanda efetiva não é apenas uma relação contábil, mas estabelece uma relação de causalidade unilateral do gasto para renda, que afasta a perseguição do equilíbrio como um requisito metodológico para gerar determinação, além de apontar claramente para uma dinâmica. Afinal, grande parte dos elementos constituintes do equilíbrio, tanto pelo lado da oferta quanto pela demanda, são frequentemente restritivos e irrealistas, e neste contexto o desequilíbrio não se torna um problema, mas sim uma situação provável.

No entanto, isso não impede a adoção de um sistema de metas para a política monetária precisa apoiar-se na interdependência entre as variáveis-chave que afetam a inflação e o produto, o que deve ser apresentado na forma de um sistema de equações para evitar ambiguidades na determinação causal das metas a serem alcançadas.

Esclarecidas essas questões, o nosso modelo será definido a partir das seguintes equações:

$$y = \alpha y_0 - \beta r + \gamma e + \varepsilon \quad (1)$$

$$\pi = \pi_0 + \delta y + \varphi(e - e_0) + \eta \quad (2)$$

$$e = -\theta r + v \quad (3)$$

em que:

$y$  = hiato do produto;

$r$  = taxa de juros real de curto prazo;

$e$  = taxa de câmbio;

$\pi$  = inflação;

$\varepsilon$ ,  $\eta$  e  $v$  = choques de ruído branco.

A equação (1) representa uma curva IS de uma economia aberta, em que a variação do produto (hiato) depende da taxa de juros real de curto prazo, da taxa de câmbio e dos choques de demanda.

A equação (2) é uma curva de Phillips pós-keynesiana para uma economia aberta consistente com os princípios essenciais da macroeconomia keynesiana mencionados nesse trabalho, não havendo assim, qualquer referência com a determinação do equilíbrio pelo lado da oferta ou a existência de alguma variável que esteja vinculada com algum nível considerado como “natural”.

A equação (3) reproduz a relação entre a taxa de juros e a taxa de câmbio aos moldes de Ball (1999), em que um aumento na taxa de juros faz com que os preços dos ativos domésticos se tornem mais atrativos aos agentes, o que conduz a uma depreciação da taxa de câmbio (apreciação da moeda local).

Observa-se que essas três equações são, respectivamente, uma equação de determinação (1); um *trade-off* (2); e uma relação empírica (3). Assim, na sugestão aqui proposta, não será explicitada uma solução de equilíbrio, mas sim um *trade-off* entre produto e inflação, em consonância com a flexibilidade de política monetária desejada pela corrente pós-keynesiana, de modo que podem ser feitas diferentes combinações de valores entre o produto e a inflação, dependendo do que a Autoridade Monetária visa privilegiar em sua política.

Substituindo a equação (3) nas equações (1) e (2), para eliminar a variável taxa de câmbio do modelo, temos:

$$y = \alpha y_0 - \beta r + \gamma(-\theta r + v) + \varepsilon \quad (3),$$

$$\pi = \pi_0 + \delta y + \varphi(-\theta r + v) - \varphi e_0 + \eta \quad (4).$$

Rearranjando os termos e fazendo as devidas simplificações:

$$y = \alpha y_0 - (\beta + \gamma\theta)r + \gamma v + \varepsilon \quad (5),$$

$$\pi = \pi_0 + \delta y - \varphi\theta r + \varphi(v - e_0) + \eta \quad (6).$$

Desnecessário lembrar que a taxa e câmbio continua exercendo influência implicitamente, por sua interdependência com as variáveis-chave  $y$ ,  $r$  e  $\pi$ .

Explicitando a variável “ $r$ ” na equação (5):

$$-(\beta + \gamma\theta)r = y - \alpha y_0 - \gamma v - \varepsilon, \text{ ou}$$

$$r = -\frac{y - \alpha y_0 - \gamma v - \varepsilon}{\beta + \gamma\theta} \quad (7).$$

Substituindo (7) em (6):

$$\pi = \pi_0 + \delta y + \varphi\theta \left( \frac{y - \alpha y_0 - \gamma v - \varepsilon}{\beta + \gamma\theta} \right) + \varphi(v - e_0) + \eta \quad (8).$$

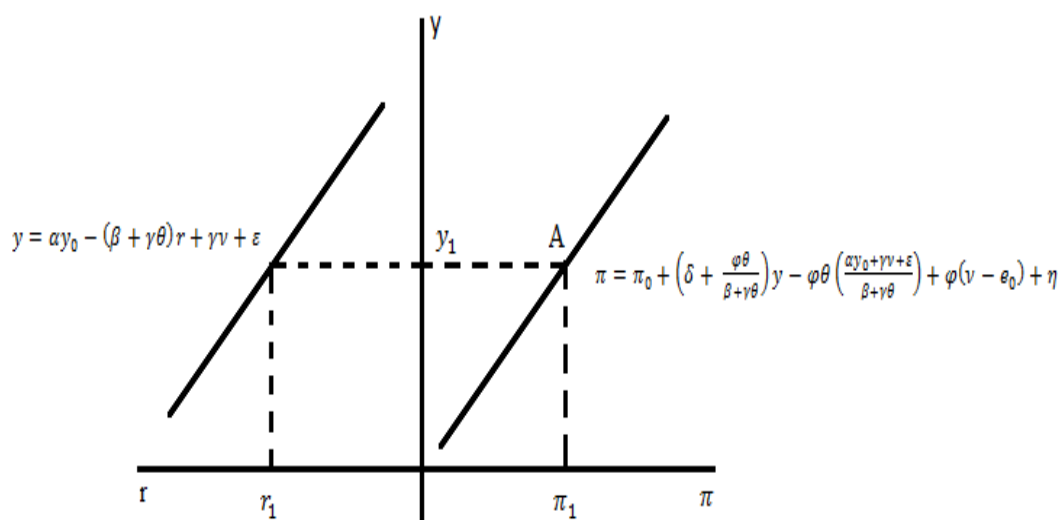
Rearranjando os termos:

$$\pi = \pi_0 + \left( \delta + \frac{\varphi\theta}{\beta + \gamma\theta} \right) y - \varphi\theta \left( \frac{\alpha y_0 + \gamma v + \varepsilon}{\beta + \gamma\theta} \right) + \varphi(v - e_0) + \eta \quad (9).$$

A equação (9) nos fornece uma relação de *trade-off* entre a inflação e o produto (hiato) para uma economia aberta, de modo que a Autoridade Monetária decidirá dentre as diferentes possibilidades qual o par de valores dessas variáveis que irá privilegiar. Se decidir fixar uma meta, por exemplo, para a inflação, a Autoridade Monetária pode identificar e explicitar o valor do produto e o nível da taxa de juros compatíveis com a meta de inflação escolhida.

Em suma, o modelo de regra de política monetária com a incorporação da taxa de câmbio aqui desenvolvido é constituído pelas equações (9) e (5). Pela equação (9) a Autoridade Monetária escolhe o *trade-off* entre inflação e produto que pretende alcançar; em seguida, pela equação (5) pode identificar qual taxa de juros corresponderá à combinação de inflação e produto escolhida.

Figura 3 Modelo de regra de política monetária com a incorporação da taxa de câmbio à luz de Keynes e dos pós-keynesianos



Fonte: Elaboração própria.

A figura 3 ilustra o modelo apresentado. De acordo com a figura, supondo que a Autoridade Monetária fixe uma meta de inflação a ser alcançada no valor de  $\pi_1$ , ao definir esse valor ela consegue, pela equação (9), chegar ao valor do produto de  $y_1$  e assim, encontrar no *trade-off* entre inflação e produto o valor deste último compatível com a meta, caracterizada pelo ponto “A”. A seguir, a Autoridade Monetária pode definir, por meio da equação (5), o nível de taxa de juros de  $r_1$  como o adequado para satisfazer a meta escolhida.

Desta forma, o modelo de regra de política monetária com a incorporação da taxa de câmbio pode cumprir três funções: primeiro, aumenta o número de informações disponíveis aos formuladores de política econômica, o que facilita no processo de balizamento das expectativas dos agentes, que é muito importante para o sucesso de qualquer política econômica; segundo, permite a inclusão de canais adicionais para a transmissão da política monetária via incorporação da taxa de câmbio, e assim, explicita a necessidade da coordenação das políticas monetária e cambial; e terceiro, possibilita a fixação da taxa de juros mais adequada ao *trade-off* escolhido entre inflação e produto, ou seja, assume o mesmo parâmetro para a determinação da taxa de juros em resposta às flutuações da inflação e do produto, não assumindo, portanto, uma preferência obrigatória pela inflação em detrimento do produto.

Cabe ressaltar que este é apenas um primeiro esforço de uma tarefa que exigirá o trabalho de pesquisas mais amplas para uma investigação mais detalhada acerca das diversas possibilidades e capacidades desejáveis na incorporação de um conjunto particular de políticas como regras em uma economia capitalista na perspectiva keynesiana.

Em suma, o modelo aqui apresentado pode ser um estímulo para o desenvolvimento de estudos adicionais sobre as regras de condução da política monetária com inclusão de variáveis e flexibilidade adequadas ao enfoque pós-keynesiano.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As proposições apresentadas nesse trabalho não têm a intenção de representar propostas concretas, testadas empiricamente, de política monetária para o sistema econômico de algum país em específico. Trata-se apenas de uma releitura de princípios gerais, que devem ser ainda melhor desenvolvidos e adaptados para às circunstâncias históricas e institucionais de cada tipo de economia. Assim, as considerações que foram feitas neste trabalho são apenas pontos de partida para um tratamento mais meticuloso de temas que são fundamentais para a política monetária e pautados a partir de uma perspectiva pós-keynesiana.

Escolhemos analisar o modelo econômico apresentado por Keynes em nossa pesquisa por acreditar que este nos traz de volta à realidade ao propor um modelo de economia monetária da produção, uma economia guiada pelo lado da demanda, em que os agentes possuem incerteza em relação ao futuro, o que torna necessário estimular o *animal spirits* dos empresários para que eles optem por investimentos produtivos, proporcionando assim o aumento da renda e da riqueza.

A teoria de Keynes, orientada pelo pressuposto da não neutralidade da moeda, considera que a política monetária é capaz de afetar o lado real da economia. Mais do que isso, na teoria keynesiana a política monetária pode ser uma importante ferramenta na busca pela geração de maior segurança para os agentes no momento da tomada de suas decisões.

Neste contexto, como primeira etapa de nosso trabalho, resgatamos o antigo debate de regras *versus* discricionariedade acerca da condução da política monetária. Um tema que sempre gerou muita controvérsia entre os estudiosos e que teve o seu maior destaque com os escritos de Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1983a e 1983b), que ofereceram novos elementos para esse debate.

Ao investigar o tema, notamos que os defensores das regras alegam que o ganho de credibilidade, o compromisso assumido, a fácil comunicação fornecida pelas regras, a existência de defasagem nas decisões de política monetária e a perda de reputação resultante da adoção de políticas discricionárias ineficientes, são os principais argumentos que levariam a Autoridade Monetária a optar por regras na condução da política monetária.

Já os defensores da discricionariedade enfatizam a flexibilidade adquirida pela Autoridade Monetária, a diversidade de choques no ambiente econômico e a capacidade de melhor interação entre a política monetária e as demais políticas econômicas, como sendo os principais atributos que incentivariam os formuladores de política a optar pela discricionariedade.

Vale ressaltar que, apesar de parte dos pós-keynesianos serem a favor da discricionariedade na condução da política monetária, essa não é uma opinião unânime nessa escola de pensamento, pois a presença de incerteza é um fator que preocupa os agentes na economia e uma regra de política monetária pode ser capaz de contribuir para reduzi-la, ao fazer com que expectativas sejam balizadas para evitar que a Autoridade Monetária incorra em erros sistemáticos.

Ademais, não devemos generalizar as regras como sendo algo similar às políticas passivas, pois a própria necessidade da utilização de instrumentos para conseguir cumprir com os objetivos estabelecidos pela regra já desvincula em grande parte o conceito de regra do de políticas passivas.

Neste trabalho buscamos compreender se, na perspectiva de Keynes e dos pós-keynesianos, a política monetária permite a adoção de uma regra para a sua condução. Ao

examinar a política monetária em Keynes, notamos que a sua preocupação está vinculada, principalmente, com a promoção de maior riqueza social por meio do fomento ao *animal spirits* do empresário, que é a todo momento confrontado com a incerteza inerente ao sistema.

Mostrou-se que a política monetária pautada no arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos, tanto em sua concepção quanto em sua operacionalização, visa à manutenção ou elevação dos níveis de demanda efetiva por meio da estabilização das expectativas dos empresários, de modo a criar um ambiente estável e que estimule os empresários a efetuar novos investimentos.

Para atingir tais objetivos, alguns aspectos de uma política monetária baseada em Keynes são muito relevantes, como por exemplo, a atuação contra-cíclica por parte dos formuladores de política econômica, que além de desempenhar um importante papel de sinalização para os agentes, evita também que a Autoridade Monetária adote escolhas erráticas, que dificultem o entendimento do cenário e impeçam que haja maior clareza sobre as expectativas para os contextos futuros.

Outro importante aspecto é a necessidade da coordenação com as demais políticas econômicas como uma exigência para o alcance dos objetivos predeterminados pelos formuladores de política econômica. Keynes dá sinais em sua Teoria Geral, mesmo que de forma indireta, de que estava ciente que a coordenação na utilização dos instrumentos pode ser uma forma vantajosa de amenizar os impactos negativos e potencializar os impactos positivos das políticas monetária, fiscal e cambial, por torná-las consistentes frente aos agentes econômicos.

Tendo isso em mente, nossas considerações nos levam a crer que a política monetária pode ser regrada não apenas para que seus objetivos não sejam adversos em relação aos efeitos da intervenção estatal mas, essencialmente, pelo fato de a política monetária ser uma regra na qual o empresário se apoia em relação à decisão de investir ou não.

Dito de outra forma, a política monetária em Keynes pode não ser estritamente discricionária: ela pode possuir uma lógica, ou um programa de política que implicaria para a Autoridade Monetária dar claros sinais aos agentes, seja por meio de uma fórmula mecânica ou pelo pré-anúncio de suas ações; possuir ações com características contra-cíclicas para amenizar os efeitos dos momentos de pico e vale de uma economia; e fazer com que haja coordenação entre as políticas econômicas para conseguir sucesso no alcance dos vários objetivos de política econômica.

Para isso, tentamos desenvolver um modelo de regra para condução da política monetária que incorpore a taxa de câmbio como uma de suas variáveis e seja compatível com os pressupostos da teoria de Keynes e dos pós-keynesiana.

Nosso modelo é baseado naqueles que foram desenvolvidos por Taylor (1999b) e Ball (1999) e que foram brevemente expostos no capítulo 3. O ponto de partida de nosso modelo está em três equações: uma equação de determinação caracteriza por uma curva IS para uma economia aberta; uma equação de *trade-off* configurada por uma curva de Phillips pós-keynesiana para uma economia aberta (2); e uma relação empírica aos moldes da desenvolvida por Ball (1999) que retrata a interdependência existente entre as variáveis taxa de juros e taxa de câmbio.

A ideia de nosso modelo é proporcionar a Autoridade Monetária a possibilidade de escolher, dentre inflação e produto, qual variável pretende priorizar ao formular a sua política monetária, ou pelo menos tratar de forma explícita o respectivo *trade-off*.

Assim, em nossa regra de política, a Autoridade Monetária estipula uma meta a ser alcançada para uma das duas variáveis, produto ou inflação, ou ambas; ao definir o valor

dessa meta, a Autoridade Monetária determinará de forma unívoca o nível de taxa de juros que satisfaz a combinação de produto e inflação escolhida.

Cabe ressaltar que a tentativa de propor um modelo de regra para a condução da política monetária com a inclusão da variável taxa de câmbio na perspectiva pós-keynesiana visa a atender as seguintes necessidades: ajudar no processo de balizamento das expectativas dos agentes; implicar a necessidade da coordenação entre as políticas monetária e cambial para o alcance dos objetivos perseguidos; e assumir o mesmo parâmetro para a determinação da taxa de juros em resposta às flutuações da inflação e do produto, não havendo portanto, uma preferência *a priori* na regra pela inflação em detrimento do produto.

Observa-se que anunciar antecipadamente qual será a resposta da política econômica em cada caso e assim não provocar surpresas nos agentes econômicos é um dos importantes fatores levados em conta na política monetária a partir de Keynes; não haveria o porquê de uma regra, ou derivações da mesma, não serem levadas em conta no processo decisório, tendo em vista que quanto maior o número de informações relevantes disponíveis, melhores poderão ser os impactos das políticas adotadas.

Portanto, em uma economia monetária da produção, se a atuação da Autoridade Monetária fosse simplesmente casuística, ela não funcionaria como base para balizar a decisão dos agentes; pelo contrário, poderia deixá-los em condições ainda mais inseguras, ao ameaçar mudar constantemente de acordo com conveniências imprevistas, sem seguir uma lógica pré-determinada, o que causaria distúrbios na formulação das expectativas.



## REFERÊNCIAS

- ANDRADE, R. P. (1987). Expectativas, incerteza e instabilidade no capitalismo: uma abordagem a partir de Keynes. *Revista de Economia Política*, v.7, n.2, p.81-95, São Paulo: Brasiliense.
- ARESTIS, P., FERRARI-FILHO, F., & TERRA, F. H. B. (2015). *Post Keynesian Macroeconomic Policy Regime*. JEL: E12; E6; E60.
- BALL, L. M. (1999). *Policy Rules for Open Economies*. University of Chicago Press, (p. 127 - 156).
- BARRO, R. J., & GORDON, D. B. (1983). *Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*. *Journal of Monetary Economics* 12, 101-121. North-Holland.
- BARRO, R. J. (1984). *Rules versus Discretion*. *National Bureau of Economic Research*, 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138.
- BARRO, R. J. (1986). *Recent Developments in the Theory of Rules Versus Discretion*. *The Economic Journal*, Vol. 96, Supplement: Conference Papers, pp. 23-37.
- BIBOW, J. (2002). *Keynes on Central Banking and the structure of monetary policy*. *History of Political Economy*, v. 34, n. 4, pp. 749-787.
- BUITER, W. H. (2008). *Central banks and financial crises*. Discussion paper of Financial Markets Group of the London School of Economics and Political Science, n. 619
- CARNEIRO, D. D., & WU HON YEN, T. (2000). Juros e Câmbio: Haverá Combinações de Instrumentos menos Desgastantes para as Metas de Inflação? Texto para Discussão, Departamento de Economia, PUC-Rio.
- CARVALHO, F. J. C. (1988). Keynes, a instabilidade do capitalismo e a teoria dos ciclos econômicos, *Pesq. Plan. Econ.* Rio de Janeiro, dezembro.
- CARVALHO, F. J. C. (1994). Temas de política monetária Keynesina. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, (15)1;33-61.
- CARVALHO, F. J. C. (1999). Políticas econômicas para economias monetárias. In: Lima, G.T.; Sicsú, J. and Paula, L.F. ed. *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, pp. 258-81.
- CARVALHO, F. J. C. (2005). Uma Contribuição ao Debate em torno da Eficácia da Política Monetária e Algumas Implicações para o Caso do Brasil. *Revista de Economia Política*, vol. 25, nº 4 (100), pp. 323-336.
- CARVALHO, F. J. C. et. al. (2007). *Economia Monetária: Teoria Política*. 2ª edição revista e atualizada. Editora Campus. Rio de Janeiro-RJ
- CARVALHO, F. J. C. (2008). Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. *Revista Análise Econômica*, Porto Alegre, ano 26, n. 50, p. 7-25.
- CASTRO, V. (2011). Can Central Banks' monetary policy be described by a linear (augmented) Taylorrule or by a nonlinear rule? *Journal of Financial Stability* 7,p.228–246.
- CLARIDA, R., GALÍ, J., & GERTLER, M. (1998). *Monetary policy rules in practice Some international evidence*. *European Economic Review* 42, 1033—1067.
- CHICK, V. (1936). *Macroeconomia após Keynes: um reexame da teoria geral*; tradução de Jefferson Chaves Boechat e Daniel Camarinha, Rio Janeiro: Forense Universitária, 1993.
- DAVIDSON, P. (2003). *Post keynesian macroeconomic theory*. Cheltenham, Edward Elgar.
- DEQUECH, D. (1999). *Expectations and confidence under uncertainty*, *Journal of Post Keynesian Economics*; Spring; 21, 3; ABI/INFORM Global pg. 415.

- DEQUECH, D. (2004). *Uncertainty: individuals, institutions and technology*, Cambridge Journal of Economics, **28**, 365–378.
- DEQUECH, D. (2011). *Uncertainty: A Typology and Refinements of Existing Concepts*, Journal of Economic Issues, Vol. XLV No. 3 September.
- DILLARD, D. (1976). A teoria econômica de John Maynard Keynes. São Paulo: Pioneira.
- DILLARD, D. (1984). *Keynes and Marx: A Centennial Appraisal*, Vol. 6, No. 3, pp 421-432. Journal of Post Keynesian Economics.
- FERRARI-FILHO, F., & CONCEIÇÃO, O. A. C. (2001). A noção de incerteza nos pós-keynesianos e institucionalistas: uma conciliação possível? In: Encontro Nacional de Economia, XXIX, Salvador, 2001. Anais... Salvador, p. 1-17. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/encontro2001/artigos/200101324.pdf>, acesso em: 18/06/2010.
- FERRARI-FILHO, F., & TERRA, F. H. B. (2012) O modus operandi das políticas econômicas keynesianas, Cadernos IHU ideias, ano 10 · nº 162 · ISSN 1679-0316.
- FERRARI-FILHO, F., CUNHA, A. M., & BICHARA, J. S. (2014). *Brazilian countercyclical economic policies as a response to the Great Recession: a critical analysis and an alternative proposal to ensure macroeconomic stability*. Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 36, No. 3 513.
- FISHER, S. (1988). *Rules versus Discretion in Monetary Policy*. National Bureau of Economic Research, 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138.
- FLOOD, R. P., & ISARD, P. (1989). *Monetary Policy Strategies*. Staff Papers - International Monetary Fund, Vol. 36, No. 3, pp. 612-632.
- FRIEDMAN, M. (1968). The role of monetary policy. The American Economic Review, v.LVIII (1), p. 117.
- GALA, P. (2006). Política Cambial e Macroeconomia do Desenvolvimento. Tese apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas como requisito para a obtenção do título de Doutor em Economia de Empresas.
- GARLIPP, J. R. D. (2004). Economia Desregulada. In: XAVIER, C.L. (org). Desenvolvimento desigual. Uberlândia: Edufu, dezembro. p. 9-72.
- KING, M. (1997). *Changes in UK monetary policy: Rules and discretion in practice*. Journal of Monetary Economics 39, 81-97.
- KEYNES, J. M. (1933). *The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy*. In: D. MOGGRIDGE (ed.) Collected Writings of John Maynard Keynes. Londres, Macmillan Press, vol. XXIX, 500, 1978.
- KEYNES, John Maynard. (1933a). Uma teoria monetária da produção. Economia em Revista, v.8, n.1 e n.2, p.5-7, janeiro-dezembro de 2000.
- KEYNES, John Maynard. (1933b). A Distinção entre uma Economia Cooperativa e uma Economia Empresarial. Economia em Revista, v.9, n.1 e n.2, p.7-13, janeiro-dezembro de 2001.
- KEYNES, J. M. (1979). *The General Theory and After: a supplement*. The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XXIX. London: Royal Economic Society.
- KEYNES, John Maynard. (1985). A teoria geral do emprego, do juro e da moeda – 2. Ed. – São Paulo. Nova Cultura.
- KOZICKI, S. (1999). *How Useful Are Taylor Rules for Monetary Policy?* Economic Review. Second Quarter. Federal Reserve Bank of Kansas City.
- KUHN, C. V., & TOSTES, F. S. (2010). Regimes Monetários no Brasil: uma Análise pós-keynesiana para o Período 1994-2008. Revista do Departamento de Ciências Econômicas, do Departamento de Ciências Administrativas e do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade de Santa Cruz do Sul. No. 42.

- KYDLAND, F. E., & PRESCOTT, E. C. (1977). *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*. Journal of Political Economy, Vol. 85, No. 3, pp. 473-492.
- LAVOIE, M. (2006). *A Post-Keynesian Amendment to the new Consensus on Monetary Policy*. Journal compilation. Blackwell Publishing Ltd, 9600 Garsington Road, Oxford, UK and 350 Main St, Malden, MA, 02148, USA.
- LIBÂNIO, G. A. (2000). Um Enfoque Keynesiano sobre a Credibilidade da Política Monetária. Revista de Economia Política. vol. 20, No. 4 (80).
- LIBÂNIO, G. A. (2004). Temas de Política Monetária: Uma Perspectiva pós-keynesiana. Texto para discussão ; 229, p. 22, Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar.
- MCCALLUM, T. B. (1988). *Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 29, 173-204 North- Holland.
- MENDONÇA, H. F. (2001). Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro. Economia e Sociedade, Campinas, (16): 65-81.
- MENDONÇA, H. F. (2002). A Teoria da Credibilidade da Política Monetária. Revista de Economia Política, vol. 22, nº 3 (87).
- MENDONÇA, H. F. (2002). Metas para a Taxa de Câmbio, Agregados Monetários e Inflação. Revista de Economia Política, vol. 22, nº 1 (85).
- MENDONÇA, H. F. (2003). Independência do Banco Central e Coordenação de Políticas: Vantagens e Desvantagens de Duas Estruturas para Estabilização. Revista de Economia Política, vol. 23, nº 1 (89).
- MENDONÇA, H. F. (2007). Metas para inflação e taxa de juros no Brasil: uma análise do efeito dos preços livres e administrados. Revista de Economia Política, vol. 27, No. 3 (107), pp. 431-451.
- MINSKY, H. (1975) John Maynard Keynes. New York: Columbia University Press.
- MINSKY, H. (1993). Integração financeira e política monetária. Texto apresentado no Ciclo de Seminários “25 Anos de Economia na UNICAMP”, Campinas. Traduzido do inglês por Otaviano Canuto.
- MISHKIN, F. S. (2000). *Inflation Targeting in Emerging Market Countries*. NBER Working Paper No. 7618, JEL No. E5.
- MODENESI, A. M. (2005). Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real. 1ª edição, Editora Manole Ltda. Barueri-SP.
- MONTES, G. C. & Feijó, C. A. (2007). Reputação, credibilidade e transparência da autoridade monetária e o estado de expectativa, Economia e Sociedade, Campinas, v16, n.2 (30), p. 151-170.
- MOREIRA, T. B. S., & CARVALHO-JUNIOR, A. C. C. A. (2013). Interação entre Políticas Monetária, Fiscal e Cambial no Brasil: um Enfoque sobre a Consistência das Políticas. Economia e Desenvolvimento, Recife (PE), v. 12, nº 1.
- MORGAN, J. (2009). *The limits of central bank policy: economic crisis and the challenge of effective solutions*. Cambridge Journal of Economics. Vol. 33. (4).
- NEVES, A. L., & OREIRO, J. L. (2006). Equilíbrios Múltiplos e Metas de Inflação num Modelo Macrodinâmico Pós-keynesiano. Anais do XXXIV Encontro Nacional de Economia da ANPEC, Salvador, Bahia.
- NEVES, A. L. (2007). Uma Análise Pós-Keynesiana do Regime de Metas de Inflação sobre a Distribuição de Renda e o Crescimento Econômico. Tese de Mestrado – Departamento de Economia, Universidade Federal do Paraná, Curitiba.
- OREIRO, J. L. (2000). Incerteza, Comportamento Convencional e Surpresa Potencial. Econômica, n.4, pp.111-138, dezembro.

- OREIRO, J. L. (2001). Bolhas, Incerteza e Fragilidade Financeira: Uma Abordagem Pós-Keynesina. *Revista Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, 5(2):7-45, julho-dezembro.
- OREIRO, J. L., & NEVES, A. L. (2009). Crescimento, Distribuição de Renda e Metas de Inflação num Modelo Macrodinâmico Pós-Keynesiano. *Revista EconomiA*, Brasília(DF), v.10, n.3, p.465–482.
- OREIRO, J. L. (2011). Economia Pós-Keynesiana: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v.32, n.2, p. 283-312, nov.
- ORPHANIDES, A. (2001). *Monetary policy rules based on real-time data*. *American Economic Review* v.91, no.4, p.964–985.
- PALLEY, T. I. *Post Keynesian Economics*. London: Macmillan, 1996.
- \_\_\_\_\_. "A Post Keynesian Framework for Monetary Policy: Why Interest Rate Operating Procedures Are Not Enough." In L.P. Rochon and C. Gnos (eds.), *Economic Policies: Perspectives from the Keynesian Heterodoxy*. Cheltenham, UK: Edward Elgar, forthcoming.
- PAULA, L. F. (2002). Uma alternativa de política econômica para o Brasil. In *Cadernos Adenauer*, ano IV, no. 2, p. 59-92. Rio de Janeiro, Fundação Adenauer.
- PAULA, L. F. (2008). Política Econômica para o Crescimento e Estabilidade Macroeconômica: uma abordagem keynesiana com uma referência ao Brasil. In: Sicsú, J.; Vidotto, C. (Ed.). *Economia do Desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas*. Rio de Janeiro: Elsevier, p. 217-239.
- RUDEBUSCH, G., & SVENSSON, L. E. O. (1999). *Policy Rules for Inflation Targeting*. University of Chicago Press. Vol. : 0-226-79124-6 , (p. 203 - 262).
- SETTERFIELD, M. (2006). *Is Inflation Targeting Compatible with Post Keynesian Economics?* *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 28, No. 4, pp. 653-671.
- SICSÚ J. (1997). Reputação das Autoridades Monetárias e Credibilidade das suas Políticas: uma Abordagem Pós-Keynesiana. *Est. Econ.*, São Paulo, Vol. 27, No. 1, p. 5-27.
- SICSÚ, J. (1997). A Negação da Eficácia da Política Monetária: a Alternativa de Keynes e dos Pós-Keynesianos. *Análise Econômica*. Ano 15, N. 28, p. 80-107.
- SICSÚ, J. (1999). O conceito de normalidade econômica Marshalliano e o discricionarismo monetário de Keynes. *Nova Economia*. Belo Horizonte. Vol. 9. No. 1.
- SICSÚ, J. (2001). *Credible Monetary Policy: A Post Keynesian Approach*. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 23, No. 4, pp. 669-687.
- SICSÚ, J. (2002). Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias. *Revista de Economia Política*, vol. 22, nº 1 (85).
- SICSÚ, J. (2003). Políticas Não-Monetárias de Controle do Inflação: uma proposta pós-keynesiana. *Análise Econômica*. Ano 21, nº 39, março, Porto Alegre Faculdade de Ciências Econômicas. UFRGS. Periodicidade semestral.
- SICSÚ, J., OREIRO, J. L., & PAULA, L. F. R. (2004). Controle da dívida pública e política fiscal: uma Alternativa para um Crescimento Auto-Sustentado da Economia Brasileira. *Agenda Brasil*.
- SICSÚ, J. (2008). Planejamento estratégico do desenvolvimento e as políticas macroeconômicas. *Texto para Discussão*, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), No. 1346.
- SQUEFF, G. C., OREIRO, J. L., & PAULA, L. F. (2009). Flexibilização do Regime de Metas de Inflação em Países Emergentes: uma abordagem pós-keynesiana. In: Oreiro, J.L.; Paula, L.F; Sobreira, R. (Ed.). *Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação: teoria e experiência brasileira*. Rio de Janeiro: Editora FGV.

- SVENSSON, L. E. O. (2000). *Open-economy inflation targeting*. Journal of International Economics 50, 155–183.
- TAYLOR, J. B. (1993). *Discretion versus policy rules in practice*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy (39) 195-214 North-Holland.
- TAYLOR, J. B. (1999b). *The robustness and efficiency of monetary policy rules as guidelines for interest rate setting by the European central bank*. Journal of Monetary Economics 43, 655-679.
- TAYLOR, J. B. (2001). *The Role of the Exchange Rate in Monetary-Policy Rules*. The American Economic Review, Vol. 91, No. 2, Papers and Proceedings of the Hundred Thirteenth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 263-267.
- TAYLOR, J. B.; WILLIAMS, J. C. (2011). *Simple and Robust Rules for Monetary Policy*. In: Friedman, B.; Woodford, M. (Eds.). Amsterdam: North-Holland, Elsevier. Handbook of Monetary Economics, v.3, p.829-859.
- TERRA, F. H. B. (2013). A Política Monetária na Perspectiva Pós-Keynesiana. Chamada MCTI/CNPq/MEC/CAPES No. 43. Ciências Humanas, Sociais e Sociais Aplicadas.
- TERRA, F. H. B. (2014). Uma interpretação pós-keynesiana do Regime de Metas de Inflação: poderia a Autoridade Monetária ser capturada pelo sistema bancário? Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política.
- TERRA, F. H. B., & FERRARI-FILHO, F. (2014). As Políticas Econômicas em Keynes: Reflexões para a Economia Brasileira no Período 1995-2011. Encontro Nacional de Economia Política. anpec.gov.br.
- TINBERGEN, J. (1952). *On the theory of economic policy*. Amsterdã, North Holland.
- TOBIN, J. (1983). *Monetary Policy: Rules, Targets, and Shocks*. Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 15, No. 4, pp. 506-518.
- TOBIN, J. (1998). *Monetary policy: recente theory and practice*. Cowles Foundation Discussion Paper, n.1187.
- WRAY, L. R. (2007). *A Post-Keynesian View of Central Bank Independence, Policy Targets, and the Rules-versus-Discretion Debate*. University of Missouri–Kansas City. The Levy Economics Institute Working Paper Collection.