

Resumo:

O objetivo do artigo é mostrar que, sob condições de *normalidade*, gestores da política monetária podem prever com algum grau de segurança eventos futuros. Assim, a política monetária pode ser discricionária em tais estados econômicos sem necessariamente ser desestabilizadora - tal como defendeu Keynes. Busca-se mostrar que os argumentos das defasagens de percepção e de reação somente seriam válidos para economias que estivessem fora do corredor de normalidade. Unicamente em situações de instabilidade é que os efeitos desse tipo de política seriam variáveis e longos o que dificultaria sua implementação.

### **O Conceito de Normalidade Econômica Marshalliano e o Discricionarismo Monetário de Keynes**

João Sicsú(\*)

#### *1. Introdução:*

Os velhos-keynesianos (a síntese neoclássica) e os monetaristas do tipo I e II<sup>1</sup>, ainda que, com argumentos diferentes, concluíram que a política monetária não deveria ser utilizada como instrumento de estabilização econômica. Lawrence Klein (1952), um velho-keynesiano, afirmou que as decisões de investimento são insensíveis a variações da taxa de juros.<sup>2</sup> Kydland & Prescott, representantes do mais moderno novo-classicismo, tentaram mostrar as dificuldades dos gestores da moeda para realizar qualquer tipo de intervencionismo porque os agentes acabam por incorporar em seus modelos decisórios a variável de política monetária que fazia parte unicamente dos modelos dos *policymakers* na teoria de Sargent & Wallace. Durante a década de 1980, para mostrar em que condições a política monetária poderia ter efeito real (ainda que passageiro), Sargent & Wallace argumentaram que *policymakers*, tão-somente estes, eram capazes de controlar uma *variável de política monetária* desconhecida pelo público. Tendo esta variável sob comando, poderiam alterar o nível de emprego corrente da economia. Caso contrário, a política monetária seria neutra, isto é, seria ineficaz para alterar o

---

(\*)- Professor Adjunto do Instituto de Economia da UFRJ.

nível de emprego.<sup>3</sup> Kydland & Prescott (1994) tentaram mostrar que a variável-chave do modelo de Sargent & Wallace tem valor igual a zero.

Diferentemente das correntes acima mencionadas, Keynes e o monetarismo do tipo I afirmaram que a moeda importa: a política monetária pode ser eficaz para reduzir o desemprego *em certas circunstâncias*. Contudo, enquanto o primeiro foi um ardoroso defensor do ativismo da política monetária, o monetarismo do tipo I desaconselhou a sua utilização como instrumento de estabilização das flutuações da economia. Cabe, portanto, observar que a questão da neutralidade da moeda não é o *divisor de águas* do debate sobre a eficácia do ativismo monetário quando comparados os argumentos de Friedman e Keynes. Uma das diferenças entre estas interpretações, embora não seja a mais importante para os propósitos do artigo, é que, para Friedman, a política monetária tem um efeito episódico, passageiro. Enquanto, para Keynes, seu efeito seria duradouro, permanente. Tal diferença é tratada na próxima seção do artigo.

Keynes propôs que o expansionismo monetário poderia atingir variáveis reais tanto no curto quanto no longo período.<sup>4</sup> Embora Friedman aceite que a política monetária ativa possa alterar variáveis reais, se opôs radicalmente ao seu uso. Ele identificou alguns tipos de *defasagens* na condução das políticas monetárias de estabilização que são a base dos seus argumentos de contra-indicação - os quais são discutidos ao longo do artigo. Segundo Friedman, tais defasagens não permitiriam aos *policymakers* interpretar a realidade econômica satisfatoriamente, assim como os tornariam incapazes de mensurar a variação monetária necessária para amainar as flutuações.

O objetivo do artigo é mostrar que, sob condições de *normalidade*, gestores da política monetária podem prever com algum grau de segurança eventos futuros. Portanto, a política monetária pode ser discricionária em estados econômicos de normalidade sem necessariamente ser desestabilizadora - tal como defendeu Keynes. Na seção seguinte, descreve-se o modelo e os argumentos de Friedman. Na seção 3, define-se o *conceito de normalidade* e sugere-se

que *policymakers* podem possuir a capacidade de fazer as previsões necessárias ao ativismo monetário. Consequentemente, busca-se demonstrar a insuficiência do argumento das defasagens. Na seção 4, mostram-se que, somente em condições de instabilidade, os argumentos de Friedman seriam aceitáveis. Na última seção, resumiam-se as principais conclusões do artigo.

## 2.A Teoria da Política Monetária de Friedman e o Argumento das Defasagens

A hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego é o ponto de partida da teoria da política monetária de Friedman. A taxa natural de desemprego é aquela taxa adequada ao sistema de equilíbrio geral walrasiano que incorporaria as características estruturais e institucionais do mercado de trabalho e do mercado de bens, tais como, imperfeições, variações sazonais na demanda e oferta, o custo e o tempo de coletar informações sobre vagas disponíveis e o custo e o tempo de mobilidade de um emprego para outro, entre outras.(Friedman, 1968)<sup>5</sup> A taxa natural seria aquela taxa que engloba o desemprego friccional e o desemprego voluntário. De acordo com o arcabouço teórico monetarista-walrasiano, a taxa corrente de desemprego corresponderia à taxa natural de desemprego quando o conjunto de trabalhadores (empregados ou não) estivessem maximizando satisfação.

A hipótese da taxa natural pode ser resumida na noção de que existe uma taxa de desemprego (friccional e voluntário) de equilíbrio única na economia, isto é, o equilíbrio econômico possui a *propriedade da unicidade*. Friedman mostrou que um expansionismo monetário poderia ser capaz de afastar a economia dessa posição de equilíbrio: a taxa corrente de desemprego poderia ser reduzida em relação à taxa natural. Realizado um determinado expansionismo monetário, poderiam ser oferecidos aos trabalhadores voluntariamente desempregados salários reais *esperados* superiores aos vigentes. Assim, abandonariam tal condição de desemprego e se candidatariam às vagas existentes, reduzindo o desemprego corrente.

Como, entretanto, no modelo de Friedman, a variação do nível de preços é função direta da expansão monetária, salários reais *esperados* superiores aos vigentes seriam apenas uma ilusão passageira para os trabalhadores. Estes abandonaram o desemprego voluntário porque estavam desorientados: avaliaram que a variação de preços observada (decorrente do expansionismo monetário) era relativa, mas em realidade tal variação era absoluta. Então, uma política monetária eficaz seria aquela capaz de iludir os trabalhadores. Mais ainda, a política monetária somente seria eficaz em relação ao desemprego durante o período de ilusão. Desfeita esta sensação, os trabalhadores que foram iludidos retornariam à condição de desempregados voluntariamente, isto é, a economia retornaria à posição original única de equilíbrio em que a taxa corrente de desemprego se igualaria à taxa natural.

Para manter a taxa corrente de desemprego abaixo da taxa natural, *policymakers* deveriam manter os trabalhadores em permanente estado de ilusão monetária. Dado que no modelo friedmaniano agentes econômicos formam expectativas do tipo *adaptativas*, isto somente seria possível se a inflação fosse crescente. Somente uma inflação em aceleração impediria a adaptação dos trabalhadores às variações de preços registradas - criando, conseqüentemente, um contexto de contínua ilusão monetária. Em tal contexto, os trabalhadores teriam suas preferências individuais não satisfeitas em virtude dos cálculos incorretos que realizariam quando comparassem salários esperados e salários correntes.

Por caminhos totalmente diversos, Keynes demonstrou que o ativismo monetário poderia ser eficaz em relação a variáveis reais. O modelo do economista inglês, além de prescindir do argumento da ilusão monetária, sugere que os agentes necessitam compreender a realidade com algum grau de segurança para que possam decidir e agir. Agentes necessitam fazer cálculos comparativos (ainda que subjetivos) entre os rendimentos esperados proporcionados por ativos de capital e os ganhos dos ativos líquidos. Diferentemente do modelo de Friedman, em Keynes, uma política monetária eficaz não necessita que agentes realizem cálculos incorretos sobre rendimentos futuros. Muito pelo contrário, decisões corretas sobre a composição de portfólios

orientadas pela taxa de juros resultante das ações dos gestores da política monetária são a base do ativismo sugerido por Keynes.<sup>6</sup>

O monetarismo do tipo I identificou dois tipos de defasagens na condução da política monetária que formam a base dos seus argumentos contrários à sua utilização. A primeira defasagem, também chamada de *defasagem interna*, refere-se ao intervalo de tempo que transcorreria entre um choque econômico e a ação das autoridades monetárias em resposta ao distúrbio. Tal defasagem ocorreria porque haveria uma demora no reconhecimento do problema e na implementação das medidas corretivas. A segunda, chamada de *defasagem externa*, seria decorrente do intervalo que ocorreria entre a implementação das medidas e os seus efeitos sobre a economia. Esta última aconteceria porque as políticas monetárias não exercem um impacto imediato sobre as variáveis reais da economia. Tais defasagens poderiam transformar a política monetária em uma fonte desestabilizadora. Por exemplo, em uma fase recessiva, implementa-se uma política monetária expansionista - então, suponha-se que as condições econômicas sejam favoráveis à recuperação da economia exatamente no momento em que os efeitos da política monetária começam a se tornar reais. O resultado seria um superaquecimento. Nesse caso, segundo Friedman, a tentativa de estabilizar teria sido inócua, apenas teria invertido o sentido do desequilíbrio.

Enfim, "tarde demais e em demasia tem sido a prática geral" em relação à política monetária segundo Friedman (1968, p.16). Portanto, ele concluiu que, apesar de eficaz, a política monetária pode ser perigosamente desestabilizadora. Friedman resumiu sua posição na seguinte passagem,

a razão da propensão ao exagero parece clara: a falha das autoridades em não levar em conta o hiato entre suas ações e os efeitos subsequentes sobre a economia. Elas tendem a determinar as suas ações pelas condições de hoje - mas suas ações afetarão a economia unicamente seis, nove, doze ou quinze meses mais tarde. Então, elas se sentem impelidas a pisar no freio, ou no acelerador, conforme o caso, de forma violenta.(1968, p.16)

Alternativamente à discricção, a proposição de Friedman é que a autoridade adote regras para a gestão monetária - e não o ativismo. Uma meta de expansão monetária publicamente pré-anunciada. Esta é a receita. Algo em torno de 3 a 5% a.a. porque seria melhor ter uma taxa fixa que produziria, segundo Friedman (1968, p.16), uma inflação ou uma deflação moderadas, desde que fossem constantes, do que sofrer perturbações amplas e irregulares, que são uma decorrência inevitável do discricionarismo monetário.

### *3.O Conceito de Normalidade Econômica e o Ativismo Monetário*

Na primeira linha do primeiro capítulo do primeiro livro dos *Princípios*, Marshall afirmou que a Economia era "um estudo da Humanidade nas atividades correntes da vida" (1985, p.23). Na primeira frase do segundo capítulo, ainda do primeiro livro, disse: "a Economia é um estudo dos homens tal como vivem, agem e pensam nos assuntos ordinários da vida. Mas diz respeito, principalmente, aos motivos que afetam, de um modo mais intenso e constante, a conduta do homem..." (1985, p.33). E, na primeira frase do terceiro capítulo, ainda do mesmo livro, aduziu: "é tarefa da Economia (...) coligir fatos, ordená-los, interpretá-los, e deles tirar conclusões" (1985, p.43). Todas essas proposições metodológicas foram rigorosamente seguidas por Keynes e os pós-keynesianos<sup>7</sup> que desenvolveram estudos para identificar e descrever movimentos econômicos ordinários (comuns, quotidianos) para obter, a partir daí, modelos teóricos referentes à determinação de variáveis, ao comportamento dos agentes e ao desenvolvimento de contextos macroeconômicos.

Sob o método marshalliano de pesquisa<sup>8</sup>, emergiu o conceito de *normalidade* na teoria de Keynes e dos pós-keynesianos como um elemento fundamental. Seus arcabouços teóricos e receituários de política econômica são essencialmente válidos sob condições de normalidade - tal como será mostrado a seguir. O conceito de normalidade foi elaborado por Marshall (1985, p.46) que definiu: *ação normal* como aquilo que deveria ser esperado, sob certas condições,

de um grupo de agentes. Marshall estava preocupado em descrever as ações esperadas de grupos sociais, assim afirmou:

... o economista (...) tem que se preocupar com indivíduos sobretudo como membros do organismo social. Do mesmo modo que uma catedral é algo mais do que as pedras de que é feita, uma pessoa é mais que uma série de pensamentos e sentimentos, assim também a vida da sociedade é algo mais que a soma da vida dos indivíduos. (1985, p.40)

Nesse sentido, o termo *normal* está associado ao comportamento do indivíduo em grupo e não isoladamente. O indivíduo é importante "... não como um átomo isolado, mas como membro de determinada profissão ou grupo industrial" (Marshall, 1985, p.40). O que interessa, portanto, é o comportamento médio individual. O comportamento médio é a conduta que prevalece persistentemente diante de determinadas condições. Esse comportamento pode ser identificado através de um processo rigoroso de observação que seja capaz de depurar as minúcias pessoais: médias suficientemente amplas permitam que peculiaridades individuais se contrabalancem. (Marshall, 1985, p.36) Em síntese, Marshall propôs que fossem desprezados os incidentes, as particularidades, e se valorizasse a descrição do repetitivo, do sistemático, aquilo que pode ser observado com frequência, o normal: o previsível.

A idéia de Marshall absorvida por Keynes e pelos pós-keynesianos é, portanto, que a Economia deve se dedicar ao estudo do "homem tal como ele é", mas interessando-se sobretudo pela parte econômica da vida humana que é suficientemente regular e, conseqüentemente, pode ser predita. (Marshall, 1985, p.42) Em outras palavras, eventos extremamente específicos não podem ser previstos com precisão, mas, tendências comportamentais, certas mudanças de contexto e o nível de determinadas variáveis podem ser esperados. O banqueiro médio, por exemplo, tem um comportamento normal: suas reações são previsíveis diante de uma mudança no patamar da taxa de juros de mercado em relação à taxa que considera normal. Nas palavras de Marshall:

o emprego do termo normal implica a predominância de certas tendências, que se afiguram ser mais ou menos firmes e persistentes na sua atuação, sobre outras relativamente excepcionais e intermitentes. A doença é uma condição normal do

homem. Mas uma longa existência transcorrida sem qualquer doença é anormal. Durante o degelo, o Reno sobe acima do nível normal, mas, numa primavera fria e seca, quando se encontra menos do que o usual abaixo desse nível normal, pode-se dizer que está anormalmente baixo (para essa época do ano). Em todos os casos, *os resultados normais são os que se podem esperar...* (1985, p.47 - grifou-se o original).

Níveis de variáveis, comportamentos dos agentes e eventos são considerados normais se ocorrem repetidamente ao longo do tempo. Contudo, eventos, níveis de variáveis e comportamentos normais não se referem a possibilidades únicas, mas sim a um leque de possibilidades: um intervalo de normalidade econômica (tal como o Reno que possui um intervalo de normalidade do nível das suas águas; assim, somente níveis superiores ou inferiores a esse intervalo devem ser considerados anormais). O conceito de normalidade é útil, portanto, para estabelecer o leque de eventos possíveis de ocorrer diante da mudança de patamar de determinadas variáveis em virtude das decisões esperadas dos agentes cujos parâmetros comportamentais são conhecidos e estáveis.<sup>9</sup> Sendo assim, o desenrolar de um contexto macroeconômico pode seguir inúmeros caminhos e alcançar, também, diversas situações que sob condições de normalidade são esperadas. Consequentemente, a teoria monetarista do *equilíbrio econômico único* é radicalmente diferente da idéia do *intervalo de normalidade econômica* derivadas das teorias de Marshall e Keynes. Em outras palavras, para a primeira visão a economia somente possuiria uma taxa de desemprego duradoura se esta taxa correspondesse à taxa natural de desemprego, enquanto, para a segunda, inúmeras taxas de desemprego poderiam ser duradouras e teoricamente aceitáveis.<sup>10</sup> A teoria pós-keynesiana do intervalo de normalidade é, assim, compatível com a possibilidade de equilíbrios múltiplos.

Em suma, um estado de normalidade econômica é aquele em que as decisões individuais de certos grupo de agentes correspondem a um padrão esperado. Seus comportamentos médios prevalecem diante das condições que são conhecidas: ações e reações a certas mudanças são previsíveis. A permanência das características econômicas do meio ambiente associada aos parâmetros comportamentais estáveis dos agentes garantem o desenrolar normal dos eventos. Essas características são, fundamentalmente, as instituições de uma economia e suas regras. Por

exemplo, as instituições criadas para reduzir incerteza e/ou coordenar planos e atividades, sendo a mais importante dessas instituições os contratos futuros denominados em moeda que conectam o presente ao futuro.(Davidson, 1978) Para sustentar um sistema de contratos futuros é necessário a definição de um padrão monetário com: (i)-regras que possam ser encaradas pelos agentes como âncoras do valor futuro da moeda e (ii)-liberdade de administração para os gestores da política monetária que possa ser interpretada pelos agentes como uma prerrogativa que deve ser utilizada à busca da normalidade. *Policymakers* devem informar os agentes, coordenar as ações privadas e assegurar à comunidade que as condições normais serão mantidas. O Estado deve ser visto como garantidor das condições econômicas normais, esperadas.

A construção da Ciência Econômica depende, portanto, da observação acurada de processos desenvolvidos em contextos de normalidade - o que tem possibilitado a construção de modelos teóricos de previsão que se transformaram num potente instrumento de análise à disposição dos *policymakers*. Há mais de cem anos, Marshall, se utilizando de criativas metáforas, destacou a importância dos modelos teóricos de previsão para a Economia, ele afirmou:

assim como a balança do químico torna a química mais exata do que as outras ciências físicas, do mesmo modo a balança do economista, apesar de grosseira e imperfeita, deu à Economia uma exatidão maior do que a de qualquer outro ramo da Ciência Social. Naturalmente a Economia não pode se comparar com as ciências físicas exatas, pois que ela se relaciona com as forças sutis e sempre mutáveis da natureza humana.(1985, p.33)

Assim, de posse de modelos macroeconômicos de interpretação da realidade e sob condições de *normalidade*, Keynes e os pós-keynesianos, por um lado, negariam a existência da chamada *defasagem interna*, que ocorreria porque haveria uma demora na identificação do distúrbio e na implementação das medidas monetárias estabilizadoras. Por outro, não considerariam um problema a existência da chamada *defasagem externa* que se refere ao intervalo de tempo que ocorreria entre a implementação das medidas e os seus efeitos sobre a economia. Se, por exemplo, os valores de certas variáveis-chave começassem a escapar dos seus valores normais, os *policymakers* poderiam saber *a priori* as conseqüências reais que

emergiriam.<sup>11</sup> Séries de dados e indicadores são úteis para esse tipo de análise. Portanto, governantes podem prever o surgimento de certos problemas porque, em geral, os efeitos reais acontecem depois de transcorrido algum tempo que os primeiros e mais tênues sinais nominais ou de mudanças comportamentais foram emitidos. Logo, ao invés de demora para identificar o distúrbio, haveria previsão da ocorrência futura do problema - ao invés de defasagem, haveria antecipação.

Governantes não deveriam, portanto, aguardar o resultado final e mais agudo proveniente das tênues mudanças iniciais de variáveis ou comportamentais para agir com políticas monetárias discricionárias. A faculdade de realizar previsões necessária para orientar o processo decisório dos governantes, sob condições de normalidade, existe e é uma prática corrente dos dirigentes dos bancos centrais e analistas econômicos. A capacidade de realizar previsões apoia a tomada de decisão dos *policymakers*, que podem agir imediatamente (ou não). A demora em agir, depois de previsto o possível distúrbio futuro, que é o outro problema que sustenta o argumento da defasagem interna, não tem sido também uma regra geral para todos os bancos centrais e em todos os tempos, muito pelo contrário.

Para Keynes e os pós-keynesianos, a defasagem externa também não seria considerada um problema. Sabe-se que qualquer política econômica provoca efeitos diferidos no tempo. Sob condições de normalidade, é possível aos *policymakers* receitar a medida monetária adequada e prever os seus resultados ao longo do tempo (tal como um médico diante do seu paciente, ele saberia, em certas circunstâncias, qual seria o remédio, sua dose, seus efeitos e suas contra-indicações). Segundo Marshall,

...com a ajuda da estatística, ou de outro método qualquer, eles determinam [por exemplo] qual a quantia que os membros do grupo em observação estão, em média, dispostos a pagar como preço de um certa coisa desejada, ou qual a soma que será necessário oferecer-lhes para levá-los a suportar um esforço...  
(1985, p.41)

É óbvio que esse cálculo não é exato, mas Marshall argumentou "se o fosse, a Economia ocuparia o mesmo lugar das ciências físicas mais avançadas...", contudo, "...é suficientemente exato para permitir, a homens experimentados, a previsão dos resultados..." (1985, p.41). Além de não serem exatos, instrumentos, metas e regras de operação podem se modificar com o passar do tempo. Sendo assim, Tobin (1996, p.484) sugere que os *policymakers* periodicamente devam avaliar com atenção especial se suas políticas estão alcançando os objetivos almejados. Em suma, "discrição significa na prática *feedback* porque *policymakers* levam em conta informações, ao invés da utilização de instrumentos independentemente de observações" (Tobin, 1996, p.414).

Cabe, ainda, ressaltar que diferentemente do que acredita Friedman, a política monetária pode ter efeito imediatamente, ao invés de, unicamente, seis, nove, doze ou quinze meses depois. Sob condições normais, o mero anúncio de intervenção pode causar efeitos reais sobre a economia. Se governantes são vistos como garantidores das condições normais, isto é, como mantenedores das condições esperadas, o anúncio de suas políticas estimulará a tomada de decisões privadas estabilizadoras.<sup>12</sup> Por exemplo, a taxa de câmbio de um determinado país tem persistentemente assumido um certo valor (portanto, considerado normal), se houver um aumento nessa taxa e o banco central anunciar que venderá reservas internacionais para reduzir o preço da moeda estrangeira, haveria em condições normais uma antecipação de movimento pelo mercado que se tornaria vendedor o que reduziria o valor da taxa de câmbio (Davidson, 1982, p.112).<sup>13</sup> Isto ocorreria antes mesmo do banco central agir, conseqüentemente, pouparia esforços da política governamental de restauração do valor normal - ou até mesmo, poderia eximir o governo da necessidade de intervir.

#### *4. Instabilidade, Crise e Intervenção Monetária*

Em contextos de instabilidade econômica, as autoridades públicas têm reduzida capacidade de realizar previsões. Nesses contextos, o número de características permanentes do meio

ambiente econômico é menor e/ou alguns parâmetros comportamentais dos agentes se tornam instáveis. Conseqüentemente, grande parte dos eventos futuros podem se tornar imprevisíveis. A capacidade de previsão se reduz porque aumentam, de forma considerável, as possibilidades de contextos diversos emergirem. Assim, a incerteza que as autoridades enfrentam não é resultado da dificuldade de imaginação de cenários futuros, mas é, acima de tudo, fruto do aumento notável de cenários imaginados, isto é, as expectativas se tornam demasiadamente elásticas.

A defasagem interna verdadeiramente poderia ocorrer nessas condições porque poderão não existir trajetórias comportamentais regulares, repetitivas. Em decorrência, seria impossível haver previsibilidade segura daquilo que não é normal. A defasagem externa poderia, também, se transformar em um notável problema porque a política monetária poderia provocar seus resultados em contextos macroeconômicos totalmente diferentes daqueles em que teria sido implementada, assim, seus resultados não poderiam ser antevistos. Em condições de instabilidade, não existiriam comportamentos normais, isto é, que poderiam ser previstos com um grau elevado de segurança.

Para Keynes e os pós-keynesianos, políticas discricionárias monetárias, em condições de instabilidade, poderiam não funcionar na sua plenitude - poderiam, até mesmo, ser ineficazes.

Segundo Keynes,

Se uma redução na taxa de juros fosse por si mesma um remédio efetivo [para combater um estado de depressão], seria possível se alcançar uma recuperação sem um intervalo de tempo considerável e por meios que estão mais ou menos diretamente sob o controle da autoridade monetária. Mas, de fato, esse não é o caso mais comum; e não é fácil reanimar a eficiência marginal do capital, que é determinada pela desobediente e incontrolável psicologia do mundo dos negócios. É o retorno da confiança, para falar em linguagem comum, que é tão insuscetível de se controlar em uma economia capitalista individualista. Esse é o aspecto da depressão que banqueiros e homens de negócio insistem corretamente em enfatizar, e que os economistas que têm acreditado profundamente em um remédio 'puramente monetário' têm subestimado. (Keynes, 1973, pp.316-7)

Assim, em contextos de instabilidade, as defasagens identificadas por Friedman podem efetivamente ser relevantes. As defasagens internas poderiam ocorrer e as externas seriam variáveis e, portanto, imprevisíveis. Ademais, para as autoridades governamentais, em condições de instabilidade, qual a magnitude de determinada variável que poderia induzir um certo comportamento privado? Por exemplo, em situações de inflação alta e crônica, qual seria a taxa de juros capaz de inibir a demanda? Qual seria (se esta existir) a taxa de juros capaz de conter a saída de capitais sob uma situação de ataque especulativo? Essas perguntas não teriam solução porque os contextos estariam em processo contínuo de intensas modificações. Logo, a política monetária poderia, também, ser ineficaz. A política monetária somente seria bem sucedida em condições de instabilidade *por auxílio do acaso*, já que não haveria base científica sólida que sustentaria o rigor necessário à sua aplicação.

Keynes, contudo, certamente era favorável à realização de intervenções emergenciais em tempos de instabilidade. Entretanto, sua concepção de planejamento econômico era algo muito mais amplo do que intervenções em períodos de exceção. Segundo Keynes, planejamento econômico possui um significado mais extenso que política econômica. O primeiro, além de englobar o segundo, refere-se à construção de instituições e regras econômicas que devem ser duradouras. Instituições, regras, metas e políticas econômicas devem ser estabelecidas em tempos de normalidade visando a dois objetivos: (i)-estimular a atividade empresarial e (ii)-criar barreiras para evitar crises. As metas estabelecem limites (inferior e superior) para as principais variáveis macroeconômicas: emprego, produto, inflação e saldo comercial e de capital com o exterior. As instituições e regras tentam induzir a economia a se manter dentro das metas-limite. As políticas macroeconômicas devem ser utilizadas, em tempos de normalidade, quando há sinais de que as instituições e regras não serão suficientes para manter a economia dentro desses limites.

Quando a economia está fora dos limites estabelecidos, as políticas emergenciais são válidas porque é melhor tentar realizar uma política econômica que tenha uma base científica precária do que nada fazer. Nestas circunstâncias de crise, Keynes, em sua *Teoria Geral*, sugeriu que

até mesmo encher garrafas com dinheiro e enterrá-las em minas de carvão abandonadas para estimular a atividade empresarial e reduzir o desemprego seria aceitável. Contudo, observou que seria mais sensato construir casas ou algo semelhante, mas se grandes dificuldades práticas se opõem, admitiu que o recurso citado seria preferível à nada.

O quadro a seguir resume as idéias de Keynes e dos pós-keynesianos sobre o planejamento econômico e a necessidade de utilização de políticas macroeconômicas. Quando uma economia está na *região A*, suas instituições e regras são suficientes para garantir que sua trajetória se mantenha dentro dos limites estabelecidos pelas metas sem a intervenção de quaisquer políticas macroeconômicas. Quando essa economia se encontra na *região B*, suas regras e instituições não estão sendo suficientes para evitar que a economia deslize em direção à *região C*, em que a economia entraria em crise. Assim, políticas macroeconômicas são necessárias para impor uma trajetória de retorno à *região A*. Quando a economia está na *região C*, um plano global de reformulação institucional e novas regras, assim como políticas macroeconômicas emergenciais são imprescindíveis.

<p>REGIÃO C - A economia está em crise. Um plano global de reformulação institucional e novas regras é necessário, assim como políticas macroeconômicas emergenciais são imprescindíveis.</p>	<p><b>REGIÃO DE CRISE</b></p>
<hr/> <div style="border: 1px solid black; display: inline-block; padding: 2px;">Metas-limite</div> <hr/>	
<p>REGIÃO B - Regras e instituições não estão sendo suficientes para manter a economia no interior do corredor de normalidade. Há a necessidade de intervenção através de políticas macroeconômicas.</p> <hr/>	<p>C N O O R R R M E A D L O I R D A A D D E E</p>
<p>REGIÃO A - Regras e Instituições estão garantindo o funcionamento normal da economia. Não há necessidade de qualquer intervenção governamental através de políticas macroeconômicas.</p> <hr/>	

Regras e instituições devem ser revistas sempre que uma economia necessitar de constantes intervenções de políticas econômicas para ser mantida dentro do *corredor de normalidade*, isto é, aquela região em que os parâmetros comportamentais são estáveis e contextos macroeconômicos são previstos com bastante segurança. Nessas circunstâncias, regras e instituições devem ser fortalecidas para que a economia por si só caminhe no interior do *corredor de normalidade* sem se aproximar da *região de crise*. Idealmente, uma economia deveria ter sua trajetória no interior da *região A*, podendo sofrer intervenções eventuais quando adentrasse a *região B*.

O planejamento sugerido por Keynes, portanto, é concebido sob a lógica de que o capitalismo do *laissez-faire* pode conduzir as economias para situações de recessão e deflação. Nas palavras de Keynes,

...em condições de *laissez-faire*, evitar grandes flutuações no emprego pode ser impossível sem uma profunda mudança na psicologia dos mercados de investimento, mudança que não há razões para se esperar. Eu concludo, que o dever de cuidar, com segurança, do volume corrente de investimento não pode ser abandonado à iniciativa privada. (1973, p.320)

Assim, sugere-se um acompanhamento macroeconômico rigoroso e eventuais intervenções (alicerçados em bases científicas seguras), em economias com metas estabelecidas, com regras claras e com instituições fortes para que não se tenha que realizar intervenções emergenciais profundas (fundadas em bases científicas precárias) somente em momentos de instabilidade geral. Evitar crises é a prioridade do planejamento intervencionista e das políticas de Keynes. Para ele, “o remédio correto para o ciclo econômico não consiste em evitar os booms e assim nos manter permanentemente em uma semidepressão, mas em abolir as depressões e nos manter deste modo permanentemente em quase-boom” (Keynes, 1973, p.322).

Por fim, a teoria da política monetária de Keynes e dos pós-keynesianos se utiliza do instrumental científico-metodológico apresentado por Marshall. Suas abordagens são

intervencionistas porque identificam que a economia é capaz de permanecer repousada em posições cuja demanda efetiva sustenta níveis de emprego e preços que são inaceitáveis. Tais problemas emergem porque a economia é dominada por um tipo especial de incerteza, a incerteza knight-keynesiana, que provoca a tomada de decisões individuais que são racionais no plano microeconômico, mas que resultam em graves distúrbios no plano macroeconômico. Incerteza não é, contudo, sinônimo de instabilidade: a incerteza está sempre presente em uma economia seja ela instável (ou em crise) ou estável (ou em estado de normalidade).<sup>14</sup> Portanto, a intervenção justifica-se porque nem todas as posições alcançadas (no interior do corredor de normalidade) por uma economia estável são desejadas. Por outro lado, existiriam inúmeras posições que poderiam ser consideradas como socialmente aceitáveis, isto é, uma *faixa de resultados* desejados e sustentáveis (para usar os termos de Tobin).

Se a incerteza, em um contexto de normalidade, pode estimular decisões privadas que deslocam a economia para uma situação socialmente indesejável, então, a adoção de regras fixas, tal como sugeridas por Friedman, para a conduta das autoridades monetárias seria considerada inócua para Keynes e os pós-keynesianos.<sup>15</sup> Para essa corrente, as autoridades monetárias devem tentar, na medida das suas possibilidades, controlar o futuro, utilizando o grau de discricção que for necessário, para que os agentes privados possam tomar suas decisões microeconômicas de acordo com os seus interesses sem causar problemas de ordem macroeconômica.

##### *5-Sumário e Conclusões*

O argumento mais importante para os monetaristas do tipo I contra a utilização discricionária dos instrumentos de política monetária é a existência de *defasagens*. A *interna* impossibilitaria os gestores da política monetária de antever problemas macroeconômicos. A *externa* dificultaria a mensuração da variação do estoque monetário necessário à estabilização. Propôs-se que sob *condições de normalidade*, isto é, um ambiente macroeconômico em que suas

características são relativamente permanentes e os parâmetros comportamentais dos agentes são estáveis, tais defasagens não existem ou são irrelevantes. Isto ocorreria porque experimentados *policymakers* (com a utilização de modelos macroeconômicos e séries/indicadores estatísticos) podem antever distúrbios com elevado grau de segurança, assim como poderiam receitar as medidas monetárias adequadas.

Não se concluiu que *policymakers* poderiam eliminar as incertezas advindas do futuro, mas apenas que poderiam prever distúrbios prováveis. Um distúrbio provável é aquele que pode ser previsto com elevado grau de confiança porque possui uma base científica sólida que auxilia a sua previsão. Diferentemente, um evento incerto é aquele que possui uma base vaga e oscilante que serve de guia para a sua previsão. Por exemplo, diante de uma desvalorização da moeda estrangeira é *provável* que haja um crescimento das importações. Mas é *incerto*, portanto, de difícil previsão, a taxa de câmbio que prevalecerá cinco ou dez anos à frente.

Concluiu-se que, em contextos de instabilidade (ou de crise), as defasagens destacadas pelos monetaristas (do tipo I) podem ser importantes. Efetivamente, a capacidade de realizar previsões por parte das autoridades se reduz em circunstâncias dessa natureza. A capacidade de previsão se reduz porque aumentam as possibilidades de contextos diversos emergirem. Este aumento da incerteza dificulta tanto a previsão de eventos quanto a mensuração das políticas necessárias à estabilização. Entretanto, de forma bastante diferente do monetarismo, não se propõe que nada deve ser feito em situações de instabilidade. Em casos extremos, é sempre melhor implementar alguma política macroeconômica, ainda que esta possua uma base científica precária, do que conviver com o *laissez-faire* - que provavelmente agravaria a situação. Em situações de crise, reformas mais amplas devem ser implementadas, tais como reestruturações institucionais e estabelecimento de novas regras, assim como, paralelamente, políticas macroeconômicas emergenciais devem realizadas.

*Referências Bibliográficas:*

- Kydland, F. & Prescott, E. (1994). Rules Rather Than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans. In Persson, T. & Tabellini, G., *Monetary and Fiscal Policy - vol.1: Credibility*. Cambridge(Mass): MIT.
- Cardim de Carvalho, F. (1992). *Mr.Keynes and the Post Keynesians*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Davidson, P. (1982). *International Money and Real World*. London: MacMillan.
- Davidson, P. (1978). *Money and Real World*. London: macmillan.
- Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, vol.58, March: pp1-17.
- Haldane, A. (1995). *Targeting Inflation*. London: Bank of England.
- Keynes, J.M. (1987). *The General Theory and After - defence and development*. London: Macmillan.
- Keynes, J.M. (1973). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.
- Kregel, J. (1984-5). Constraints on the Expansion of Output and Employment: real or monetary?, *Journal of Post Keynesian Economics*, 3(1): pp.32-48.
- Klein, L. (1952). *La Revolucion Keynesiana*. Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado.
- Marshall, A. (1985). *Princípios de Economia - vol.1*. São Paulo: Nova Cultural.
- Sargent, T & Wallace, N. (1981). Rational Expectations and the Theory of Economic Policy. In: Lucas, R. & Sargent, T. (eds), *Rational Expectations and Econometric Practice*. Minneapolis: University of Minnesota Press.
- Sicsú, J. (1997). Reputação das Autoridades Monetárias e Credibilidade da suas Políticas: uma abordagem pós-keynesiana. *Revista Estudos Econômicos, USP-FIPE*, 27(1): pp.5-27.
- Tobin, J.(1996). *Essays in Economics: National and International*. Cambridge (Mass): MIT.

---- (1980). *Asset Accumulation and Economic Activity*. Oxford: Basil Blackwell.

---

1-Tobin (1980) chamou de monetarismo do tipo I o movimento teórico liderado por Milton Friedman e o novo-classismo foi denominado de monetarismo do tipo II.

2-James Tobin é considerado uma exceção entre os velhos-keynesianos. Ele considera que a política monetária é capaz de alterar variáveis reais. Algumas de suas elaborações teóricas nesse campo são utilizadas ao longo desse artigo.

3-A teoria da política monetária convencional, muito em voga durante a década de 1980, é descrita no modelo apresentado por Sargent & Wallace (1981).

4- Por exemplo, uma contração do crédito bancário afetaria decisões de produção e o nível de emprego no curto período; inversamente, uma expansão monetária via *open-market* poderia reduzir a taxa de juros e estimular decisões de investimento alterando contextos de longo período. Assim, Keynes defendeu o uso da política monetária como instrumento estabilizador da economia.

5-O termo *natural* foi usado, por Friedman, no sentido wickselliano: separar as causas de natureza estrutural e institucional das causas intervencionistas-monetárias. Nas palavras de Kregel: "como a taxa de juros natural de Wicksell era determinada por fatores reais fora da influência da política monetária, Friedman considera a sua taxa natural de desemprego única e fora do escopo da política monetária: ela pode unicamente ser afetada por fatores reais, tais como, tecnologia, população, preferências intertemporais e fricções ou regulações governamentais que impeçam a operação do mercado" (1984-5, p.144).

6-Detalhes sobre a teoria da política monetária de Keynes podem ser encontrados, por exemplo, em Sicsú (1997).

7-Detalhes sobre a herança metodológica que Marshall deixou para Keynes e os pós-keynesianos são apresentados e discutidos em Cardim de Carvalho (1992, cap.2).

8-O método marshalliano de pesquisa é oriundo das teses de Schmoller que afirmou: "a observação e a descrição, a definição e a classificação são atividades preparatórias. Mas, o que desejamos alcançar por seu intermédio é um conhecimento da interdependência dos fenômenos econômicos. A indução e a dedução se fazem tão necessárias para o pensamento científico, como os pés direito e esquerdo são necessários à marcha" (citado em Marshall, 1985, p.43).

9-Esses parâmetros segundo Keynes (1973, p.246-7) são: a propensão a consumir, a preferência pela liquidez e a escala de eficiência marginal do capital.

10-Sendo assim, a sugestão de Tobin é adequada à teoria de Keynes e dos pós-keynesianos de intervenção macroeconômico, ele afirmou "o objetivo [das autoridades] para alguns anos à frente poderia ser descrito em *faixas de resultados ...* de desemprego, PNB real, preços, formação de capital" (Tobin, 1996, p.484 - grifou-se o original).

11-Não se quer dizer que governantes poderiam eliminar a incerteza frente ao inesperado, mas apenas que podem prever acontecimentos prováveis. Um evento provável é aquele que pode ser previsto porque possui uma certa base científica que auxilia a sua previsão. Um evento inesperado (ou incerto) é aquele que possui um conjunto de argumentos vago e oscilante que não se constitui em um base segura para sua previsão. Um evento provável, por exemplo, é queda do nível emprego após uma elevação brusca da taxa de juros. Um evento incerto, por exemplo, é o nível da taxa de juros 5 ou 10 anos à frente.

12-Nesse ponto existe uma nítida diferença entre a teoria da política econômica de Keynes e a teoria novo-clássica. Para os participantes dessa última corrente, o mero anúncio de intervenção provocaria reações privadas que anulariam os efeitos reais almejados pelos gestores da política monetária. Veja, por exemplo, Sargent & Wallace (1981).

13-O exemplo de Davidson sobre a capacidade das autoridades de controlar a taxa de câmbio foi dado no início da década de 1980. Hoje, sabe-se que o grau de controlabilidade dessa taxa pelos bancos centrais foi reduzido drasticamente em razão da globalização dos mercados de câmbio.

14-Em uma carta datada de 17 de setembro de 1936, Keynes escreveu a Joan Robinson: "você não deve confundir instabilidade com incerteza. É verdade que taxas futuras de juros e taxas futuras de câmbio são incertas, mas isso não significa que a taxa de juros presente ou a taxa de câmbio presente é tecnicamente instável." (Keynes, 1987, p.137)

---

15- Tobin (1996, p.473) argumentou que a forma de gestão monetária sugerida por Friedman não poderia ser praticada. Segundo Tobin, um banco central para controlar um agregado monetário  $M_x$  atuaria como um atirador, se utilizaria de informações de *feedback* para corrigir seus erros mais recentes. Entretanto, no mundo monetário, considerando-se períodos curtos, tais informações estão contaminadas de ruídos, provenientes, por exemplo, de reações aleatórias do público que ainda não podem ser decifradas com segurança pelas autoridades. Para o autor keynesiano, fixar metas para período mais longos seria um absurdo maior. Em períodos mais extensos, poderiam ocorrer mudanças na estrutura bancária, na tecnologia financeira e nas formas de regulação que provocariam alterações nas relações entre instrumentos e resultados. Haldane (1995) é editor de um interessante exemplar em que dirigentes de bancos centrais de diversos países relatam as experiências malsucedidas em fixar metas para agregados monetários durante as décadas de 1970/80.