

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

ROGER PERCY SOARES ISAACSON

**INCERTEZA, INVESTIMENTO E POLÍTICA MONETÁRIA: A ALTERNATIVA DE  
KEYNES E DA ESCOLA PÓS-KEYNESIANA**

CURITIBA  
2014

ROGER PERCY SOARES ISAACSON

**INCERTEZA, INVESTIMENTO E POLÍTICA MONETÁRIA: A ALTERNATIVA DE  
KEYNES E DA ESCOLA PÓS-KEYNESIANA**

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas. Departamento de Economia do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Motta Correia

CURITIBA  
2014

**TERMO DE APROVAÇÃO**

ROGER PERCY SOARES ISAACSON

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, Departamento de Economia do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca avaliadora:

Orientador

**Prof. Dr. Fernando Motta Correia**  
Setor de Ciências Sociais Aplicadas  
Departamento de Economia – UFPR

**Prof. Dr. Fabiano Abranches da Silva Dalto**  
Setor de Ciências Sociais Aplicadas  
Departamento de Economia – UFPR

**Prof. Dr. Eduardo Angeli**  
Setor de Ciências Sociais Aplicadas  
Departamento de Economia – UFPR

*Ao meu pai Roberto pelo caráter, integridade e exemplo. À minha mãe Andrea pelo carinho, dedicação e incentivo.*

**Agradecimentos:**

***Ao Professor Fernando por ter acreditado na viabilidade deste projeto e por suas fundamentais orientações.***

***À minha esposa Raphaella pelo amor e por ser minha fonte de inspiração.***

***Aos meus filhos Roger e Phillip por me motivarem a ser uma pessoa melhor a cada dia.***

***Aos meus irmãos Patrícia e Rodrigo pela amizade verdadeira.***

***Aos meus tios Leila e Luiz César pelo exemplo, apoio e instrução.***

***Ao Sr. Silvio pelos conselhos e incentivo moral.***

***À minha avó Nilcéa por sua dedicação a família.***

***Aos meus amigos, em especial, Rafael, Leandro e Robson que sempre me ajudaram e incentivaram.***

***À minha madrinha, Marcia, pelo apoio.***

***Aos que aqui infelizmente não estão mais presentes, pois sem eles, eu não estaria aqui, Percy, Emê e Wilson.***

***“O fato de maior importância é a extrema precariedade da base do conhecimento sobre o qual temos que fazer os nossos cálculos das rendas esperadas. O nosso conhecimento dos fatores que regularão a renda de um investimento alguns anos mais tarde é, em geral, muito limitado e, com frequência, desprezível. Se falarmos com franqueza, temos de admitir que as bases do nosso conhecimento para calcular a renda provável dentro de dez anos de uma estrada de ferro, uma mina de cobre, uma fábrica de tecidos, a aceitação de um produto farmacêutico, um navio transatlântico ou um imóvel no centro comercial de Londres pouco significam e, as vezes, a nada levam.”***  
(KEYNES, John Maynard. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Editora Atlas, 2009. p.125).

***“Existe uma ponte que liga essas duas ilhas, [ilha financeira e a ilha industrial]. Nessa ponte, somente a moeda vai e volta. (...). 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. Então, recomenda-se aumentar o estoque monetário da circulação financeira por meio de operações de mercado aberto para reduzir a taxa de juros dos ativos líquidos com o objetivo de estimular estratégias privadas de recomposição de portfólios, [com aumento de ativos ilíquidos].”***(SICSÚ, J. *A negação da ineficácia da política monetária: a alternativa de Keynes e dos pós-keynesianos*. *Análise Econômica*. Ano 15, n.28, 1997, p.101).

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>10</b>
<b>2 TEORIA (NEO-) CLÁSSICA DE DETERMINAÇÃO DO INVESTIMENTO.....</b>	<b>13</b>
2.1 LEI DE SAY.....	13
2.2 AXIOMAS CLÁSSICOS .....	13
2.2.1 Neutralidade da moeda.....	13
2.2.2 Axioma da substituição bruta.....	14
2.2.3 Axioma da ergodicidade.....	14
2.3 VALOR DO PRODUTO MARGINAL DO CAPITAL.....	15
2.4 TEORIA (NEO-) CLÁSSICA DA TAXA DE JUROS.....	15
2.5 UMA ALTERNATIVA A ORTODOXIA (NEO-) CLÁSSICA.....	16
<b>3 CRÍTICA KEYNESIANA A TEORIA (NEO-) CLÁSSICA DE DETERMINAÇÃO DO INVESTIMENTO.....</b>	<b>18</b>
3.2 A EFICIÊNCIA MARGINAL DO CAPITAL.....	18
3.3 O ESTADO DE EXPECTATIVA DE LONGO PRAZO.....	19
3.4 A TEORIA GERAL DA TAXA DE JUROS.....	19
3.5 OS INCENTIVOS PSICOLÓGICOS E EMPRESARIAIS PARA A LIQUIDEZ .....	21
3.6 AS PROPRIEDADES ESSENCIAIS DO JURO E DO DINHEIRO.....	22
3.7 CONFRONTANDO A TEORIA (NEO-) CLÁSSICA DE DETERMINAÇÃO DO INVESTIMENTO.....	22
<b>4 INTERPRETAÇÕES MONETARISTA E NOVO-CLÁSSICA SOBRE A INEFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA DISCRICIONÁRIA.....</b>	<b>25</b>
4.1 CONJUNTURA ECONÔMICA.....	25
4.2 REINTERPRETAÇÃO DA CURVA DE PHILLIPS.....	27
4.3 TAXA NATURAL DE DESEMPREGO.....	27
4.4 TEORIA DAS EXPECTATIVAS ADAPTATIVAS.....	28
4.5 TEORIA NOVO-CLÁSSICA DE EXPECTATIVAS RACIONAIS.....	29
4.6 POLÍTICA MONETÁRIA PARA OS MONETARISTAS E NOVO-CLÁSSICOS.....	29
4.7 UMA ALTERNATIVA A INTERPRETAÇÃO NOVO-CLÁSSICA.....	31
<b>5 ALTERNATIVA PÓS-KEYNESIANA.....</b>	<b>32</b>
5.1 ESCOLA PÓS-KEYNESIANA.....	32
5.2 ECONOMIA MONETÁRIA DE PRODUÇÃO.....	35
5.2.1 Princípio da produção.....	35
5.2.2 Princípio da decisão.....	36
5.2.3 Princípio da não pré-conciliação de planos.....	36
5.2.4 Princípio da irreversibilidade do tempo.....	37
5.2.5 Princípio da não-ergodicidade.....	37
5.2.6 Princípio das propriedades da moeda.....	38
5.3 CONFRONTANDO AS HIPÓTESES MONETARISTA E NOVO-CLÁSSICA.....	39
5.4 EFICIÊNCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA DISCRICIONÁRIA.....	41

5.5 POLÍTICA MONETÁRIA PARA KEYNES E PARA OS PÓS-KEYNESIANOS....	42
<b>6. CONCLUSÃO.....</b>	<b>47</b>
<b>7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>49</b>

## RESUMO

A teoria econômica (neo-)clássica dominou o pensamento econômico, acadêmico e prático, por um século, até a grande depressão de 1929. É neste contexto que Keynes publica sua principal obra: *A Teoria Geral do Juro, do Emprego e da Moeda* na qual ele deu ênfase ao termo geral pois os postulados (neo-) clássicos aplicavam-se somente no limite das possíveis situações de equilíbrio, o que não a era realidade da conjuntura econômica da época. A teoria keynesiana rompe radicalmente com a teoria (neo-) clássica nos trazendo uma nova visão de mundo, denominada por Keynes inicialmente de economia monetária. A teoria de Keynes sobre a determinação do investimento é de fundamental importância para o entendimento deste novo conceito, a qual nega todos os axiomas (neo-) clássicos sobre o tema e serve de pilar para o arcabouço teórico dos verdadeiros seguidores de Keynes, conhecidos como pós-keynesianos, os quais, ampliariam o conceito de economia monetária para economia monetária de produção, visão de mundo fundamental para provar que a política monetária discricionária é eficaz em aumentar o emprego, a renda e, conseqüentemente, o produto, diferentemente da visão das escolas monetarista e novo-clássica.

Palavras-chave: Economia Monetária de Produção, Economia Pós-Keynesiana, Incerteza, Investimento, Keynes, Política Monetária, Economia Pós-Keynesiana.

## ABSTRACT

The (new-) classical theory dominated the economic thought, academically and practically for over one hundred years until the great depression of 1929. In this context Keynes publishes his most important work: *The General Theory of Employment, Interest and Money*, which he gave emphasis to the term general because the (new-) classical postulates worked only to explain an extremely limited situation, which was not the conjuncture reality of that time. The keynesian theory denies completely the (new-) classical arguments, giving us, a new way to understand how the economy works, denominated by Keynes of Monetary Economy. His theory of how the investment is determined is extremely important for the comprehension of this new concept, which, denies all (new-) classical postulates about the theme and is mostly important for the theoretical development of the real Keynes followers, also known as post-keynesian economists, which, were responsible for developing the concept of Monetary Economy into Monetary Economy of Production, which is fundamental to prove that discretionary monetary-policy is capable of raising employment, income and consequently the product of the economy, completely different, than the thoughts of the monetarist and new- classical school of economics because according to them the monetary policy would not be efficient increasing employment, income and, last but not least, the product.

Keywords: Investment, Keynes, Monetary Economy of Production, Monetary Policy, Post-Keynesian Economics, Uncertainty.

## 1 INTRODUÇÃO

John Maynard Keynes, autor da *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, as conclusões da ortodoxia (neo-) clássica, na qual ele se formou, e que até então dominava o pensamento econômico, tratavam de um caso especial<sup>1</sup> e não do caso geral<sup>2</sup>, de modo que, se os ensinamentos daquela teoria fossem aplicados à prática trariam consigo resultados desastrosos como, de fato, trouxeram a Grande Depressão de 1929.

Do ponto de vista da determinação do investimento, para os teóricos (neo-) clássicos, a abstinência ao consumo para a geração de poupanças e o desejo de investir eram a base do sistema onde não se poderia investir mais do que as poupanças geradas, tornando assim, a geração de poupança, o elemento chave para a expansão da economia.

Já para Keynes o investimento seria a variável crucial e a poupança se ajustaria ao nível de investimento através da renda. No curso deste trabalho observaremos, através do princípio da demanda efetiva que o investimento é o principal determinante de emprego e renda na economia.

O contexto de política anticíclica predominante no pós-ségunda grande guerra que dominou o pensamento econômico por trinta anos através da síntese keynesianos-neoclássica não estava sendo eficiente em combater os problemas que surgiram no início dos anos setenta do século XX: 1) a ruptura do sistema de Bretton Woods<sup>3</sup>; 2) pelo efeito do aumento dos preços internacionais decorrentes do primeiro choque do petróleo, motivos que acarretaram na perda de credibilidade na síntese keynesiano-neoclássica, pois os mesmos estavam sendo incapazes de resolver o problema da estagflação (aumento da inflação e do desemprego com baixíssimo crescimento ou até mesmo retração do produto).

Iniciou-se, então, uma nova fase de condução da política monetária com uma visão mais pragmática e marcada por regras firmes, onde o objetivo principal da política monetária seria a estabilidade de preços através de idéias oriundas da escola monetarista, liderada Milton Friedman que propôs uma reinterpretação da

---

<sup>1</sup> Pleno emprego.

<sup>2</sup> A realidade econômica.

<sup>3</sup> Nome que ficou conhecida a Conferencia Monetária e Financeira das Nações Unidas, realizada em julho de 1944 em Bretton Woods, com representantes de 44 países, para planejar a estabilização da economia internacional e das moedas nacionais prejudicadas pela Segunda Grande Guerra, os acordos resultaram na criação do FMI e do BIRD.

curva de Phillips<sup>4</sup> e também a hipótese da taxa natural de desemprego e a da teoria das expectativas adaptativas. Todavia, este pensamento foi rapidamente abalado pelo monetarismo de segunda geração, conhecido como escola novo-clássica que assume a idéia da taxa natural de desemprego trazida por Friedman, porém, introduz a revolução das expectativas racionais e a hipótese que a moeda é neutra também no curto prazo.

Já os pós-kenesianos, céticos em relação à taxa natural de desemprego e favoráveis à utilização de políticas monetárias discricionárias recorreram ao conceito que Keynes inicialmente chamou de economia monetária e que, através destas contribuições pós-keynesianas foi aprimorado para economia monetária de produção, a qual é notadamente mais complexa do que uma economia de trocas reais. Segundo Carvalho (1991, p. 19): “numa economia monetária de produção, variáveis monetárias afetam não apenas a forma das decisões, mas sua própria natureza. Uma economia monetária não pode ser redutível, nem no longo prazo, a uma economia real”. Portanto através do arcabouço teórico pós-keynesiano questionaremos os pilares das teorias monetarista e novo-clássica e os postulados da taxa natural de desemprego e da formação das expectativas racionais.

Sendo assim, este estudo busca primeiramente confrontar as abordagens (neo-) clássica e keynesiana de determinação do investimento. Este tópico é fundamental para a discussão posterior, na qual primeiramente apresentaremos a teoria monetarista e novo clássica explicando sua teoria e seu ponto de vista sobre a ineficácia da política monetária discricionária e, posteriormente, será abordada a alternativa pós-keynesiana.

Além desta introdução, no segundo capítulo o trabalho é composto por um estudo dos pontos fundamentais da teoria (neo-) clássica de determinação do investimento. No terceiro capítulo analisaremos a perspectiva keynesiana dos determinantes do investimento. No quarto capítulo trataremos a interpretação monetarista e novo clássica sobre a ineficácia da política monetária e, por fim, no quinto capítulo utilizaremos os argumentos pós-keynesianos sobre a eficácia da política monetária discricionária. Seguem em ordem: a conclusão e as referências bibliográficas.

---

<sup>4</sup> Representação gráfica de uma regularidade estatística encontrada originalmente por A. W. Phillips ao estudar a economia inglesa que indica um *trade-off* entre o nível de desemprego e a taxa nominal salarial.

## 2 TEORIA (NEO-) CLÁSSICA DE DETERMINAÇÃO DO INVESTIMENTO

Esta seção pretende abordar os principais postulados da teoria (neo-) clássica que explicam a determinação do investimento. Para um melhor entendimento, dividimos a seção em quatro itens.

O primeiro item trata da Lei De Say. O segundo item diz respeito aos axiomas (neo-) clássicos, sendo esta passagem desmembrada em três subitens: hipótese da neutralidade da moeda, axioma da substituição bruta e axioma da ergodicidade, respectivamente. O terceiro item aborda o valor do produto marginal do capital. O quarto item refere-se à teoria (neo-) clássica da taxa de juros e o quinto e último item apresenta uma alternativa à teoria (neo-) clássica de determinação do investimento.

### 2.1 LEI DE SAY

É também conhecida como lei dos mercados e serve de base para elaboração de toda teoria (neo-) clássica. De acordo com Say (1803), toda a oferta cria sua própria demanda garantindo a manutenção do nível de pleno emprego, o que, por sua vez, impossibilitaria uma crise de superprodução. Isto significa que a economia capitalista (neo-) clássica seria auto-regulável, desde que não ocorressem intervenções estatais.

### 2.2 AXIOMAS (NEO-) CLÁSSICOS

Para compreensão dos axiomas (neo-) clássicos, serão os mesmos apresentados separadamente na seguinte ordem: hipótese da neutralidade da moeda, axioma da substituição bruta e axioma da ergodicidade.

#### 2.2.1 Hipótese da neutralidade da moeda

Baseada na Teoria Quantitativa da moeda formulada pelo economista norte americano Irving Fischer em 1911, a corrente (neo-) clássica utiliza-se da hipótese da neutralidade da moeda para explicar o motivo pelo qual os agentes não desejam reter moeda.

Segundo a teoria, a moeda somente possui função de um meio de troca, ou seja, não há demanda por moeda pelo fato de ela não possuir a característica de reserva de valor. Então, de acordo com a teoria quantitativa da moeda, a velocidade de circulação da moeda é estável, pois um aumento na quantidade de moeda é compensado por um aumento nos preços na mesma intensidade.

Exemplificando a teoria quantitativa da moeda:

$$MV = PY \quad (1)$$

Onde “M” é a quantidade de moeda; “V” é a velocidade de circulação da moeda; “P” é o nível geral de preços e “Y” é o nível real do produto. Portanto como “V” é tida como equilibrada ou passível de previsão e não existe efeito definitivo nas variações de “M” sobre “Y” temos que toda elevação de “M” reflete somente numa elevação na mesma magnitude sobre “P”. Isto nos leva a concluir que a inflação é provocada por um aumento na quantidade de moeda para os (neo-) clássicos.

Sendo assim a moeda não interfere no andamento econômico, sendo neutra no curto e no longo prazo.

### 2.2.2 Axioma da substituição bruta

Segundo Oreiro (2003), este axioma, baseado na Lei de Say, afirma que tudo é substituto para tudo, ou seja, significa que quando os preços relativos mudam, os agentes econômicos irão comprar mais do item relativamente mais barato e menos do item relativamente mais caro, gastando a mesma quantia que antes. Portanto, se os preços de mercado são perfeitamente flexíveis, então todos os mercados, incluindo o de trabalho, se auto-ajustam, desde que não haja intervenção governamental, o que implica afirmar que todos que quiserem trabalhar terão um emprego. Os trabalhadores desempregados só permanecerão nesta condição se não aceitarem um salário real igual à sua produtividade marginal, o que nos leva à conclusão que conseqüentemente não haverá desemprego involuntário segundo a visão de mundo (neo-) clássica.

### 2.2.3 Axioma da ergodicidade

De acordo com Davidson (1996, p. 33) “... na velha teoria clássica a ergodicidade era habitualmente subsumida, quando mencionada, ela defendia que os agentes possuíam presciência do futuro.” Sendo assim, observa-se que os agentes através de cálculos probabilísticos poderiam basear-se com clareza sobre o seus cálculos futuros de rendas esperadas.

### 2.3 VALOR DO PRODUTO MARGINAL DO CAPITAL

De acordo com Marshall (1983), para incentivar o investimento o valor do produto marginal do capital deve ser igual à taxa de juros depois de descontados os custos de uso do capital e a depreciação. O valor do produto marginal do capital é expresso pela fórmula:

$$\text{VPMGK} = i \quad (2)$$

Sendo que “VPMGK” é o valor do produto marginal do capital, “i” é a taxa de juros. Como o valor do produto marginal do capital é o “P” (preço do produto) multiplicado pelo “PMGK” (produto marginal do capital) temos:

$$P \times \text{PMGK} = i \quad (3)$$

Trabalhando com a equação:

$$\text{PMGK} = i / P \quad (4)$$

Portanto, observa-se que no modelo (neo-) clássico de determinação do investimento não há incorporação da incerteza em relação ao futuro.

### 2.4 TEORIA (NEO-) CLÁSSICA DA TAXA DE JUROS

Segundo Marshall (1983), a taxa de juros é o fator que equilibra a demanda de investimentos com a oferta para a poupança. Sendo assim, o investimento representa demanda por recursos para investir, a poupança representa a oferta e a taxa de juros é o “preço” dos recursos que torna essas quantidades iguais, ou seja, a

taxa de juros é a recompensa pelo consumo futuro em detrimento da abstinência do consumo presente.

Sendo assim, observa-se que no mundo clássico, de acordo com Neves (2007, p. 37), “não há vazamento de renda via entesouramento por longo tempo da moeda e toda poupança é convertida em investimento através da taxa de juros que é a recompensa por adiar o consumo.”

## 2.5 UMA ALTERNATIVA À ORTODOXIA (NEO-) CLÁSSICA

No próximo capítulo será apresentada a teoria keynesiana de determinação do investimento através da principal obra do economista inglês John Maynard Keynes, formado na universidade de Cambridge e, sob influência direta de Alfred Marshall e Arthur Cecil Pigou, sendo este, respeitosamente, referido como Professor Pigou.

A *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, livro publicado originalmente em 1936, marca definitivamente o rompimento de Keynes com a teoria (neo-) clássica. Isto acontece pois, de acordo com o tópico a ser apresentado na próxima seção, a teoria (neo-) clássica trataria somente do caso especial (pleno emprego) e não do caso geral. Ou seja, seus ensinamentos não são suficientes para entendermos o funcionamento da economia.

Portanto, no próximo capítulo, questionaremos o axioma da neutralidade da moeda, o axioma da substituição bruta, o axioma da ergodicidade e a teoria clássica da taxa de juros, através dos argumentos expostos na *Teoria Geral*, tais como: princípio da demanda efetiva, eficiência marginal do capital, estado de expectativa de longo prazo, teoria geral da taxa de juros, incentivos empresariais e psicológicos pela liquidez e propriedades essenciais do juro e do dinheiro,

Sobre a obra de Keynes, de acordo com Neves (2007, p. 37) “... a Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro (1936) é uma anti-lei de Say e por isso, o seu autor, John Maynard Keynes, refere se a todos os autores que aceitam esta lei como clássicos, sem fazer distinção entre autores clássicos e neoclássicos”<sup>5</sup>

Sendo assim, conclui-se esta seção reforçando que todos os argumentos que serão discutidos no próximo capítulo são de fundamental importância, primeiramente para confrontar a teoria (neo-) clássica de determinação do investimento e, posteriormente, para a formação dos conceitos pós-keynesianos que contribuíram

---

<sup>5</sup> Por isso, neste trabalho, referimo-nos a estes autores como (neo-) clássicos.

nesta monografia para questionar os argumentos monetaristas e novo-clássicos sobre a ineficácia do uso da política monetária discricionária para a redução da taxa corrente de desemprego.

### 3 CRÍTICA KEYNESIANA À TEORIA (NEO-) CLÁSSICA DE DETERMINAÇÃO DO INVESTIMENTO

Para melhor articulação deste capítulo, a exposição será dividida em sete pontos fundamentais da teoria keynesiana de determinação do investimento.

O primeiro item trata do princípio da demanda efetiva. O segundo da eficiência marginal do capital. O terceiro item diz respeito ao estado de expectativa em longo prazo. A teoria geral da taxa de juros é contemplada no quarto item. No quinto item são tratados os incentivos psicológicos e empresariais para a liquidez. No sexto item são expostas as propriedades essenciais dos juros e do dinheiro. No sétimo e último item desta seção confrontaremos a teoria (neo-) clássica de determinação do investimento com base nos argumentos expostos no capítulo.

#### 3.1 O PRINCÍPIO DA DEMANDA EFETIVA

Na *Teoria Geral*, Keynes chama de demanda efetiva o ponto de interseção entre a curva de demanda agregada e oferta agregada, interseção esta que não precisa necessariamente estar no nível pleno emprego, pois na *Teoria Geral*, diferentemente da visão da ortodoxia (neo-) clássica, pondera-se que devido à existência do princípio da demanda efetiva, pode ocorrer equilíbrio estável com desemprego mesmo no caso de flexibilidade dos preços.

Em uma economia monetária o objetivo é a maximização do lucro, fato este, que não é necessariamente condição *sine qua non* para maximização do emprego e da capacidade produtiva, pois, a demanda efetiva depende de duas variáveis: consumo e investimento, sendo a segunda mais instável do que a primeira.

Sendo assim, Keynes (2009) concluiu que a decisão de investir dos homens de negócios é o principal determinante do nível de renda e emprego na economia. No entanto, vale ressaltar que parte da renda gerada poderá ser retida em forma de moeda ou aplicada em outros ativos líquidos, fato que reforça o princípio da demanda efetiva, pois nos mostra que se o capitalista não aplicar todos os seus recursos na forma de gasto em capital fixo ocorrerá um nível de demanda efetiva inferior ao nível de pleno emprego. Situação esta que acarretará em desemprego involuntário, diferentemente da hipótese (neo-) clássica que somente existirá desemprego voluntário ou friccional.

### 3.2 EFICIÊNCIA MARGINAL DO CAPITAL

De acordo com Keynes (2009), o investimento é o gasto em capital fixo (máquinas, equipamentos e instalações) que é baseado, em parte, por um estudo comparativo entre a Eficiência Marginal do Capital e a taxa de juros de curto prazo.

A decisão de investir depende principalmente da Eficiência Marginal do Capital que é a taxa de desconto que torna o valor presente das rendas esperadas [rendas estas, que são baseadas em expectativas formadas em um contexto de incerteza, diferentemente da visão ortodoxa (neo-) clássica] da aquisição de um bem de capital durante toda sua vida útil, igual ao seu preço de oferta, “ou custo de reposição, isto é, a relação entre a renda esperada de um unidade adicional daquele tipo de capital e seu custo de produção, dá-nos a eficiência marginal do capital.” (Keynes, 2009, p. 115)

Se a Eficiência Marginal do Capital for maior do que a taxa de juros, os investimentos tenderão a crescer, porém, se a eficiência marginal do capital for menor que a taxa de juros os investimentos tenderão a se reduzir.

O excerto abaixo de Keynes (2009, p. 139) é utilizado para lapidar a conclusão desta seção.

A eficiência marginal do capital não é determinada pela “melhor” opinião e sim pela avaliação do mercado tal como ela resulta da psicologia de massas, assim também as expectativas quanto ao futuro da taxa de juros, fixada pela psicologia de massa, tem seus reflexos na preferência pela liquidez; com o acréscimo, porém, de que o indivíduo, para quem as futuras taxas de juros estarão acima daquelas previstas pelo mercado, tem motivos para conservar caixa em dinheiro líquido, ao passo que quem diverge do mercado em sentido oposto terá motivos para pedir dinheiro emprestado a curto prazo, a fim de adquirir débitos a prazo mais longo. O preço de mercado se fixará no nível em que a venda dos baixistas se equilibrar com as compras dos altistas.

### 3.3 ESTADO DE EXPECTATIVA DE LONGO PRAZO

Por meio do item anterior, percebeu-se que um dos componentes que fazem parte do cálculo da Eficiência Marginal do Capital são as rendas esperadas, que por sua vez, são formadas por expectativas. Essas expectativas são formadas em um contexto de incerteza que se confronta ao risco.

A incerteza depende do “estado de confiança” que segundo Keynes (2009), é o

humor, a psicologia do mercado. Vale ressaltar que o “estado de confiança” não é uma variável mensurável, porém segundo a teoria keynesiana os homens práticos percebem o estado de confiança.

Keynes denomina de “*animal spirits*” o estado de ânimo, de confiança, dos homens de negócios.

Segundo Keynes (2009, p. 125):

Os homens de negócio fazem um jogo que mescla 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 a sorte, 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 haveriam muitos investimentos como mero resultado de cálculos frios.

### 3.4 TEORIA GERAL DA TAXA DE JUROS

Para Keynes (2009), a taxa de juros é o prêmio que se recebe pela renúncia à liquidez e, diferentemente do raciocínio (neo-) clássico, não é o preço onde se equilibra poupança à propensão em abster-se do consumo imediato.

Porém, como vivemos em um contexto de mundo incerto, segundo o autor, existem quatro motivos para se reter moeda.

O motivo transação é a parte da renda retida por um período temporário devido ao descasamento temporal entre o recebimento e o pagamento de compromissos por parte dos agentes econômicos. Keynes (2009) ressaltava que são hábitos rotineiros e passíveis de previsibilidade que regulam esta função da moeda.

O motivo precaução, diferentemente do motivo transação, é a opção por liquidez diante de uma eventual incerteza, seja para se precaver de uma externalidade ou para aproveitar uma oportunidade inesperada, pois, como sabemos, a necessidade rápida de transformação de bens de capital em capital líquido pode acarretar na perda de capital.

O motivo especulação ocorre devido à incerteza em relação à política monetária, ou seja, a incerteza no que tange especialmente às taxas de juros. Por exemplo, se houver expectativa de aumento da taxa de juros, títulos pré-fixados com taxas menores sofrerão uma desvalorização em seu valor de face e serão indesejáveis, da mesma maneira que podem ser feitas apostas no sentido contrário.

Por último, temos o motivo financeiro, que foi apresentado em publicação de

1937, ou seja, um ano depois da edição da *Teoria Geral*. Nas palavras de Neves (2007, p. 41), “este novo motivo foi a sua resposta à crítica feita por Ohlin<sup>6</sup> de que haveria falhas no tratamento do financiamento do investimento”. O motivo financeiro apresenta-se principalmente nas linhas de crédito que bancos concedem às empresas que, apesar do hiato temporal, têm acesso à aquisição de bens de capital por meio dessas linhas de crédito. Contudo, se não ocorrer aumento nos níveis de inadimplência, isto é, estes empréstimos se pagarem e ocorrer posteriormente um aumento no volume de investimentos, os bancos poderiam frear o crédito através de taxas de juros mais elevadas, o que viria a desestimular o gasto em investimento e fortalecer o gasto em títulos.

### 3.5 INCENTIVOS PSICOLÓGICOS E EMPRESARIAIS PELA LIQUIDEZ

Como já foi ressaltado o estado de confiança da economia é algo muito importante para a determinação dos investimentos. Dependendo do estado de confiança da economia os investidores irão valorizar mais ou menos a liquidez.

Em uma situação em que o estado de confiança esteja deprimido, a preferência por liquidez será maior, pois para Keynes (2009) a moeda também tem funções além do motivo transação, tal qual abordadas no item anterior, sendo estas: precaução, especulação e financeiro.

No caso dos empresários, o motivo especulação é muito relevante, pois os mesmos podem se aproveitar de possíveis situações de mercado que não são passíveis de ergodicidade, já que o mundo keynesiano é um mundo não ergódico. Assim, as expectativas são formadas em um contexto de incerteza, sendo que estas não são passíveis de serem confiavelmente previstas através de cálculos hipotéticos.

De acordo com Keynes (2009, p. 163), “em qualquer estado de expectativa, há na mente do público certa inclinação para conservar dinheiro líquido em quantidade superior ao motivo transação ou do motivo precaução, que se traduzirá em detenção efetiva da moeda, dependendo dos termos em que a autoridade monetária se acha disposta a criar recursos líquidos.”

---

<sup>6</sup> Economista sueco, representante da corrente marginalista especializado em comércio internacional.

### 3.6 PROPRIEDADES ESSENCIAIS DO JURO E DO DINHEIRO

Segundo Keynes (2009), o dinheiro além de ter um prêmio de liquidez, tem elasticidade de produção e substituição igual a zero ou quase nula.

São essas propriedades que esclarecem porque os agentes preferem conservar dinheiro como forma de riqueza, pois a taxa de juros do dinheiro é a taxa que determina as opções de produzir um ativo em detrimento do outro.

Sendo a taxa de juros maior que a eficiência marginal de outros ativos, ao conservar dinheiro, a produção dos outros bens esperará até que a taxa de juros se iguale a eficiência marginal do capital.

Portanto, de acordo com Keynes (2009, p. 178, “a diferença essencial entre a moeda e todos os demais bens (ou a maioria) é que, no caso da moeda, o seu prêmio de liquidez exceda de muito o seu custo de manutenção, ao passo que no dos outros bens seu custo de manutenção é muito maior que o prêmio de liquidez.”

Ainda, segundo Keynes (2009, p.183)

O significado da taxa de juros monetária surge, portanto, da combinação de características que, sob a influência do motivo da liquidez, faz com que a taxa possa ser mais ou menos insensível a uma mudança na proporção que a quantidade de moeda guarda com outras formas de riqueza medidas em dinheiro e que este tem (ou pode ter) elasticidades nulas (ou insignificantes) de produção, e que a moeda tem (ou pode ter) elasticidades nulas ou insignificantes de substituição... Assim sendo um aumento da taxa monetária de juros retarda a produção de riquezas em todos os ramos que ela é elástica, sem estimular a produção de moeda (que por hipótese é perfeitamente inelástica. A taxa monetária de juros determinando o nível de todas as demais taxas de mercadorias, refreia o investimento para produzir essas mercadorias, se poder estimular o investimento necessário para produzir moeda que, por hipótese, não pode ser produzida. Além disso em virtude da elasticidade da demanda de recursos líquidos em termos de débitos, uma ligeira variação nas condições que regem essa demanda pode não alterar muito a taxa monetária de juros, enquanto por outro lado dada a inelasticidade da produção de moeda, também não é possível (fora da intervenção oficial) as forças naturais fazerem baixar a taxa monetária de juros através de influência sobre a oferta.

### 3.7 CONFRONTANDO A TEORIA (NEO-) CLÁSSICA DE DETERMINAÇÃO DO INVESTIMENTO

Primeiramente, abordamos no capítulo anterior, a Lei de Say que tinha como pressuposto que “toda a oferta cria sua própria demanda” e que apresentava a conclusão de que a economia se auto-ajustaria até alcançar o pleno emprego, ou seja, não haveria desemprego involuntário. Através do princípio da demanda efetiva,

mostrou-se que, se o capitalista não aplicar todos os seus recursos na forma de gasto em capital fixo ocorrerá um nível de demanda efetiva inferior ao nível de pleno emprego. Situação esta que poderá gerar desemprego involuntário questionando a hipótese (neo-) clássica que somente existiria desemprego voluntário ou friccional.

Ainda, de acordo com o princípio da demanda efetiva, observamos que o capitalista pode optar por não investir todos os seus recursos na formação bruta de capital fixo e que através das propriedades essenciais do dinheiro chegamos a conclusão que refuta a hipótese (neo-) clássica de neutralidade da moeda, que assume que ela só possuiu função de meio de troca, não tendo função de reserva de valor. Porém, mostramos as funções da moeda além do motivo transação, sendo elas: motivo precaução, motivo especulação e motivo financeiro.<sup>7</sup>

Na seção 3.4 mostrou-se que as expectativas são formadas em um contexto de incerteza radical e por isso não pode ser assumido que serão passíveis de ergodicidade, criticamos o axioma da ergodicidade onde os (neo-) clássicos assumiam que os agentes possuíam presciência do futuro, ou seja, poderiam prever os resultados de seus investimentos através de cálculos matemáticos.

Questionou-se maneira que Marshall (1983) aborda a questão do incentivo para o investimento, com a defesa de que o valor do produto marginal do capital deve ser igual à taxa de juros depois de descontados os custos de uso do capital e a depreciação. Ou seja, mais uma vez não se verifica a questão da incerteza, a qual Keynes reinterpreta através do conceito de eficiência marginal do capital que é a taxa de desconto que torna o valor presente das rendas esperadas<sup>8</sup> da aquisição de um bem de capital durante toda sua vida útil igual ao seu preço de oferta.

Ainda segundo Marshall (1983), a taxa de juros é o fator que equilibra a demanda de investimentos com a oferta para a poupança, sendo assim, o investimento representa demanda por recursos para investir, a poupança representa a oferta e a taxa de juros é o “preço” dos recursos que torna essas quantidades iguais, ou seja, a taxa de juros é a recompensa pelo consumo futuro em detrimento da abstinência do consumo presente. Contudo, de acordo com Keynes e sua *Teoria Geral da Taxa de Juros*, a taxa de juros é o prêmio que se recebe pela renúncia a liquidez, em suas palavras: “... em qualquer estado de expectativa, há na mente do

---

<sup>7</sup> Na seção 3.3 deste capítulo.

<sup>8</sup> Rendas estas que são baseadas em expectativas formadas em contexto de incerteza, diferentemente do conceito marshalliano de produto marginal do capital.

público certa inclinação para conservar dinheiro líquido em quantidade superior ao motivo transação ou do motivo precaução, que se traduzirá em detenção efetiva da moeda.” (Keynes, 2009, p.163)

Sendo assim, concluímos este capítulo ressaltando a importância destes conceitos para o entendimento do funcionamento de uma economia monetária e com o destaque de que os mesmos servirão como base para a escola pós-keynesiana criticar a teoria monetarista e novo-clássica.

## **4 INTERPRETAÇÕES MONETARISTA E NOVO-CLÁSSICA SOBRE A INEFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA DISCRICIONÁRIA**

Para melhor articulação deste capítulo, a análise será dividida em 6 pontos. Primeiramente será abordada a conjuntura que contribuiu para que Milton Friedman formulasse sua teoria criticando a corrente de pensamento, que ficou conhecida como síntese keynesiano-neoclássica, já, que estes não estavam sendo eficazes em resolver o problema da estagflação. Nos três itens seguintes serão analisados a base da teoria monetarista: reinterpretação da curva de Phillips, taxa natural de desemprego e teoria das expectativas adaptativas, respectivamente. No quinto item é introduzida a contribuição (novo-) clássica de Robert Lucas à teoria monetarista, que ficou conhecida como revolução das expectativas racionais. No sexto item e com base nos itens anteriores, será abordada a política monetária nas visões monetarista e novo clássica. No sétimo e último item será apresentada uma alternativa as visões monetarista e novo-clássica.

### **4.1 CONJUNTURA ECONÔMICA**

No início de 1970, observou-se uma conjuntura econômica refletida no fracasso do sistema de Bretton Woods.

Somado a isso, ocorria também uma forte escalada nos preços internacionais decorrente da primeira crise do petróleo.

Estes foram dois dos fatores que, em conjunto com a incapacidade macroeconômica keynesiano-neoclássica, contribuíram para causar um problema de estagflação, isto é, aumento da inflação e do desemprego com estagnação no crescimento do produto.

Observou-se que o forte papel anticíclico que guiou o pensamento econômico nos trinta anos que sucederam a segunda guerra mundial com a política econômica liderada pela síntese keynesiano-neoclássica<sup>9</sup> não estavam sendo eficiente em solucionar a péssima situação econômica.

Estes, adeptos da curva de Phillips, originalmente publicada em 1958 pelo economista inglês A. W. Phillips, que verificou uma relação inversa, não linear e

---

<sup>9</sup> Representada principalmente por Hicks, Hansen, Samuelson e Solow.

estável, entre desemprego e inflação, expondo que períodos com menor taxa de desemprego eram períodos com maior taxa de inflação salarial no Reino Unido entre os anos de 1861 a 1957.

Nos Estados Unidos, Solow e Samuelson chegaram a conclusões semelhantes às de Phillips tomando por base o período de 1900 a 1960.

Portanto, considerando o *trade-off* entre estas duas variáveis, a busca por uma inflação aceitável com uma baixa taxa de desemprego fosse era o principal objetivo econômico.

Dessa forma, críticas foram se acumulando ao síntese keynesiano-necoclassica devido à incapacidade dos mesmos em resolver os problemas observados, por aceitarem as conclusões apresentadas pela curva Phillips.

Surge então Milton Friedman, principal representante da corrente monetarista, que, em parceria com Edmund Phelps, reinterpretou a curva de Phillips, objeto de análise do próximo item deste capítulo.

#### 4.2 REINTERPRETAÇÃO DA CURVA DE PHILLIPS

Friedman (1968) reconhecem a importância do trabalho de Phillips para a macroeconomia, porém observaram o fato da curva original de Phillips estar incompleta, pois, segundo os autores, omitia que as negociações salariais não dependiam somente da situação prevalecente no mercado do trabalho, mas também das expectativas dos trabalhadores a respeito da inflação futura.

Nas palavras de Friedman (1968, p.8): “[...] mas, infelizmente, [a Curva de Phillips] contém um defeito básico, o fracasso em distinguir entre salários nominais e reais, justamente como a análise de Wicksell<sup>10</sup> fracassou em distinguir entre taxa de juros nominais e reais.”

Além disso, “Phelps e Friedman apresentaram uma hipótese alternativa como explicação para esse insucesso na exploração da Curva de Phillips, ao distinguirem efeitos de curto e longo prazos de mudanças não antecipadas na demanda agregada nominal: a hipótese da taxa natural de desemprego” (OREIRO E NEVES, 2007, p.104).

Não obstante, as expectativas inflacionárias, serão formadas através da

---

<sup>10</sup> Economista sueco,

hipótese das expectativas adaptativas.<sup>11</sup>

#### 4.3 TAXA NATURAL DE DESEMPREGO

Formulada por Friedman e Phelps, é parte fundamental do arcabouço teórico monetarista e (novo-) clássico para desconstruir a eficácia da política monetária discricionária.

A taxa natural de desemprego afirma que existe um ponto de equilíbrio na economia que engloba a taxa de desemprego voluntário e friccional.

De acordo com Sicsú (1997), o ponto de equilíbrio possuiu estabilidade e unicidade, além disso, a estabilidade pode ocorrer de outra hipótese na qual mercados se equilibram através de preços e salários, ou seja, demanda e oferta se igualam via concorrência. Portanto, quando a taxa natural de desemprego iguala-se à taxa corrente de desemprego, a economia encontra-se em posição de equilíbrio.

Nas palavras de Neves (2007, p.6), “a hipótese da taxa natural de desemprego propõe que o *trade-off* de curto prazo pode ocorrer em virtude de as pessoas sofrerem de ilusão monetária, ao considerarem um aumento no salário nominal como uma elevação no salário real, o que proporciona uma maior oferta de mão-de-obra.”

Sendo assim, Sicsú (1997, p. 3) afirma:

Tanto Friedman, Phelps quanto os novos clássicos afirmam que a taxa natural de desemprego não é imutável, nem inalterável. Muitas das características estruturais ou institucionais da economia incluindo a preferência dos agentes podem mudar com o passar do tempo, assim, mudando a taxa natural de desemprego da economia. E muitas das características institucionais podem ser alteradas, por políticas, por exemplo, podem ser melhorados os processos de informação sobre a oferta de vagas disponíveis, dessa forma alterando a taxa natural de desemprego.<sup>12</sup>

#### 4.4 TEORIA DAS EXPECTATIVAS ADAPTATIVAS

Friedman e Phelps assumem que as expectativas inflacionárias seriam formadas de acordo com a hipótese das expectativas adaptativas, ou seja, a inflação esperada pelos agentes seria simplesmente determinada pela inflação do período anterior.

---

<sup>11</sup>Tópico este a ser discutido no item 4.4 deste capítulo.

<sup>12</sup>Encerro esta seção com uma observação fundamental e que servirá de base para na seção 5.3 criticar a hipótese da taxa natural de desemprego.

Através das palavras de ARAÚJO (2007, p.2):

A relação proposta pela Curva de Phillips era válida no curto prazo, pois os trabalhadores poderiam sofrer do que ele denominou de ilusão monetária (confusão entre um aumento do salário nominal e do salário real); no entanto, à medida que os trabalhadores fossem ajustando as suas expectativas à realidade, o desemprego retornaria à sua taxa natural. No longo prazo, não haveria, portanto, *trade-off* entre desemprego e inflação e a curva de Phillips passaria a ter um formato vertical.

No próximo item iremos abordar a releitura novo-clássica sobre a teoria das expectativas adaptativas, que a partir da contribuição de Lucas, passou a ser conhecida como teoria das expectativas racionais.

#### 4.5 TEORIA NOVO-CLÁSSICA DE EXPECTATIVAS RACIONAIS

Primeiramente é importante mencionar que Lucas (1973) publica um estudo, no qual assumiu a hipótese da taxa natural de desemprego, pois conclui que em dezoito países não houve relação entre a taxa média de crescimento real e a taxa média de inflação.

Como explanamos no item anterior, os agentes poderiam sofrer do que Friedman (1968) chamou de ilusão monetária, isto é, no curto prazo os agentes confundiriam uma elevação dos salários nominais com uma elevação no salário real, porém à medida que os trabalhadores ajustassem suas expectativas à realidade a taxa de desemprego voltaria a ser a taxa natural.

Contudo, Lucas (1995) pondera que se os agentes econômicos são racionais, eles tenderão a fazer uso de todas as informações possíveis para formular suas expectativas em relação à inflação, ou seja, caso a gestão da política econômica obedeça algum tipo de padrão os agentes irão antecipar e, portanto, o *trade-off* entre desemprego e inflação perderá seu efeito também no curto prazo.

Sendo assim, de acordo com a visão (novo-) clássica qualquer tentativa de “surpresa inflacionária” seria ineficaz também no curto prazo.

Portanto no próximo e último item deste capítulo analisar-se-á o receituário novo-clássico para condução da política monetária.

#### 4.6 POLÍTICA MONETÁRIA PARA OS MONETARISTAS E NOVO-CLÁSSICOS

Para os monetaristas não se verifica um *trade-off* entre inflação e desemprego

no longo prazo, porém, no curto prazo o governo pode diminuir a taxa de desemprego para um nível inferior ao da taxa natural de desemprego através da política monetária expansionista, devido ao fenômeno da ilusão monetária, causando, assim, uma taxa inflacionária maior que a esperada pelos agentes, e portanto, maior do que a taxa de inflação do período anterior. Então, de acordo com a visão monetarista, se os *policymakers* tivessem a intenção de promover uma taxa de desemprego diferente da taxa de desemprego natural por meio de política monetária expansionista, o resultado seria o aumento generalizado no nível de preços.

Nas palavras de Oreiro e Neves (2007, p.105):

Nesse contexto, as idéias monetaristas ganharam força e passaram a influenciar a condução da política monetária em vários países, para as quais as autoridades monetárias deveriam ter como objetivo o controle de variáveis nominais, dado que a História demonstra que a moeda pode ser uma poderosa fonte de distúrbio econômico, assim, cabe à política monetária impedir que isso ocorra. Friedman (1968), o maior representante dessa escola de pensamento econômico, afirma que seria preferível o uso de uma regra de crescimento constante da oferta de moeda na condução da política monetária para conter o processo inflacionário do que agir por meio das políticas monetárias discricionárias, uma vez que o “[...] nosso sistema econômico trabalha melhor quando produtores e consumidores, empregadores e empregados podem proceder com confiança completa de que o nível médio de preço comportará um caminho conhecido no futuro preferivelmente, que será altamente estável” (Friedman, 1968, p.13).

Para a vertente novo-clássica, aceita-se a hipótese da taxa natural de desemprego, porém a teoria das expectativas adaptativas é transformada em teoria das expectativas racionais e a discricionariedade da política monetária abre espaço para que o compromisso com a inflação baixa não ocorra devido ao problema de inconsistência dinâmica, no qual a decisão ótima tomada hoje será diferente da decisão tomada em um período futuro.

Como os agentes formulam suas expectativas de forma racional, ou seja, sabem que os formuladores de política tendem a renegar seu compromisso com inflação baixa em detrimento do desemprego, a melhor maneira da autoridade monetária conduzir a política monetária é por meio de uma regra imutável, assim como a sugestão monetarista.

De acordo com Sicsú (1997, p.5):

Portanto pode-se concluir que, segundo a teoria de política monetária novo-clássica, partindo se de uma situação em que  $U_t$  (taxa corrente de

desemprego) e diferente de  $U_n$  (taxa natural de desemprego) e o governo anuncia um aumento na oferta de moeda, os agentes reagiriam a decisão dos *policymakers* exclusivamente aumentando seus preços, sem contratar um trabalhador adicional. Assim a taxa corrente de desemprego permaneceria repousada sobre a taxa natural. Em outras palavras, a decisão de políticas monetárias expansionistas conhecidas pelos agentes não provocariam qualquer aumento no nível de emprego e produto real, causariam simplesmente um aumento no nível geral de preços, equivalente a este aumento no estoque de moeda... No modelo novo-clássico os agentes erram por que são surpreendidos.

Portanto, observamos que a escola novo-clássica assim como os monetaristas afirmam que cabe à política monetária ser pragmática e firme, para que os agentes não errem ao serem surpreendidos, o que nos leva a concluir que a condução de política econômica.

#### 4.7 UMA ALTERNATIVA A INTERPRETAÇÃO NOVO-CLÁSSICA

No próximo capítulo trataremos da abordagem da escola pós-keynesiana. Primeiramente, trataremos sua visão sobre o funcionamento de uma economia monetária de produção, para isto os conceitos apresentados no capítulo 3 serão fundamentais pois servem de base para a formação dos axiomas pós-keynesianos apresentados inicialmente por Davidson e posteriormente aprimorados por Carvalho.

Portanto, através das constatações de Keynes e das aprimoramentos dos pós-keynesianos, iremos provar a eficiência da política monetária discricionária para o incremento do emprego e da renda e conseqüentemente do produto, questionando a crítica da ineficácia da política monetária discricionária formulada pela Escola de Chicago.

## 5 ALTERNATIVA PÓS-KEYNESIANA

Este capítulo pretende primeiramente abordar os principais conceitos da contribuição pós-keynesiana, com o intuito de posteriormente confrontar a interpretação monetarista e novo-clássica sobre a condução da política monetária.

Para melhor compreensão do capítulo, o mesmo será dividido em cinco seções.

Na primeira será feita uma introdução com as principais características do pensamento pós-keynesiano, assim como sua origem e principais representantes.

Na segunda explicar-se-á o conceito de economia monetária de produção através dos seis princípios pós-keynesianos, sendo estes, por sua vez, apresentados através dos seguintes subitens: princípio da produção; princípio da decisão; princípio da não pré-conciliação de planos; princípio da irreversibilidade do tempo; princípio da não-ergodicidade; princípio das propriedades da moeda, respectivamente.

Na terceira seção questionaremos as hipóteses monetarista e novo-clássica da taxa natural de desemprego e da teoria das expectativas adaptativas e racionais.

Na quarta seção mostraremos que a política monetária discricionária, desde que devidamente aplicada, é eficiente, diferentemente da visão monetarista e novo-clássica, as quais a assumiam como um erro teórico.

Na quinta e última, contemplaremos a visão de Keynes e dos pós-keynesianos necessária para a eficiência da política monetária.

### 5.1 ESCOLA PÓS-KEYNESIANA

Segundo Oreiro (2006), o arcabouço teórico pós-keynesiano se desenvolveu em duas direções, que apesar de distintas se complementavam.

De acordo Oreiro (2006), coube primeiramente a Harrod (1939) e Domar (1946) demonstrarem através do princípio da demanda efetiva, uma situação onde a economia se encontrava no “equilíbrio com desemprego” e onde o estoque de capital crescia de forma contínua com o passar dos anos. As conclusões desta análise mostraram que um crescimento estável da economia é possível, porém muito improvável. Portanto, as economias crescerão de maneira irregular, isto é, divergirão entre períodos de prosperidade e de retração.

Contudo, Oreiro (2006) ressalta que a experiência histórica no período pós-guerra até o início dos anos setenta do século XX fez com que autores como Kaldor e Pasinetti desenvolvessem modelos que contemplavam uma nova distribuição funcional da renda e onde a participação dos rendimentos das firmas e dos trabalhadores passava a ser a variável crucial, entre a decisão de investir ou não, através de modelos de crescimento de longo-prazo, estáveis e com pleno emprego da força de trabalho. O resultado desses estudos reforçaram a teoria keynesiana de determinação do investimento<sup>13</sup> e estabeleceram um segundo mecanismo no qual o investimento determinaria a poupança, diferentemente do que a teoria (neo-) clássica afirmava<sup>14</sup>

Oreiro (2006) observa que Joan Robinson em 1962 estendeu os efeitos do “paradoxo da parcimônia”

Nas palavras de Oreiro (2006, p.3):

Esse paradoxo está relacionado com os efeitos macroeconômicos de um aumento da fração da renda que os indivíduos desejam poupar. A idéia do paradoxo é a seguinte: Um indivíduo tomado isoladamente pode aumentar a sua poupança se decidir aumentar a fração poupada da sua renda, isso porque a renda do indivíduo é independente da sua decisão de gasto, contudo, a nível macroeconômico a renda é determinada pelas decisões de gasto de todos os indivíduos. Sendo assim, se todos os indivíduos resolverem reduzir os seus gastos de consumo, na esperança, de com isso, aumentar a sua poupança, o efeito final será uma redução de tal magnitude na renda dos indivíduos que a poupança continuará exatamente igual ao que prevalecia antes da redução dos gastos de consumo.

Portanto, para o longo-prazo, com um modelo de crescimento onde um aumento da “propensão a poupar” traria uma diminuição no lucro e na renda de acordo com o grau de utilização da capacidade produtiva haveria uma redução na taxa de lucro, ou seja, como o investimento depende do lucro, ocorreria então uma diminuição do investimento. Sendo assim, Robinson (1962) afirma que no longo-prazo uma diminuição na taxa de investimento leva também a uma diminuição na taxa de poupança.

Após o fracasso da chamada síntese keynesiano-neoclássica, que segundo Oreiro (2006), tinha como pressuposto que as economias poderiam se afastar do equilíbrio com pleno emprego devido a fatores institucionais. Estes limitariam a flexibilidade de preços e salários nominais no curto-prazo. Portanto, levariam a uma

---

<sup>13</sup>Objeto da análise do terceiro capítulo deste trabalho.

<sup>14</sup>Tema abordado no segundo capítulo deste projeto.

queda na demanda agregada, fazendo com que as firmas, respondessem reduzindo as quantidades produzidas sem afetar os preços, afastando a economia do equilíbrio com pleno emprego.

Porém, como no longo-prazo preços e salários seriam totalmente flexíveis, observar-se-ia uma deflação generalizada no curto prazo, devido ao desemprego e a subutilização da capacidade instalada.

Nas palavras de Oreiro (2006, p. 3-4)

Por intermédio do efeito *Pigou-Patinkin*, induziria um aumento do nível de demanda agregada e, conseqüentemente, a restauração do equilíbrio com pleno-emprego. Um corolário implícito da tese supracitada é que a *macroeconomia keynesiana* fica restrita ao estudo das flutuações de *curto-prazo* do nível de atividade econômica. Para os teóricos da síntese neo-clássica, a macroeconomia keynesiana nada tinha a dizer sobre as questões de longo-prazo como, por exemplo, a acumulação de capital e o crescimento econômico.

Surge, então, uma segunda vertente da escola pós-keynesiana, cujos representantes são conhecidos como keynesianos-americanos<sup>15</sup>, e que focavam seus estudos na análise de como eram tomadas as decisões de investimento no contexto de economia monetária de produção.

Segundo Oreiro (2006), destacar-se-ia nesta segunda vertente Paul Davidson, o qual apresentou três princípios, os quais ele denominou de “axiomas” que seriam a codificação da visão de mundo de Keynes: o princípio da não neutralidade da moeda, o princípio da não-ergodicidade dos processos econômicos e o princípio dos contratos monetários. Sendo estes posteriormente aprimorados por Carvalho (1989) e também Hyman Minsky que através de sua principal obra *Stabilizing an Unstable Economy*, além de outras contribuições, definiu que a estabilidade da economia depende da forma que o investimento e as posições em bens de capital são financiadas, distinguindo-as em três importantes classificações: Hedge, Especulativas e Ponzi.

Além destas contribuições específicas eles também afirmavam em suas obras que a vertente da síntese neo-clássica não se atentou para o primordial do pensamento keynesiano, pois focaram seus estudos na análise dos efeitos decorrentes da presença de rigidez nos preços e nos salários nominais no curto

---

<sup>15</sup>Já que a primeira vertente se constituía principalmente de pós-keynesianos da universidade de Cambridge na Inglaterra

prazo. O “cerne” da questão, segundo os pós-keynesianos, seria a existência de incerteza não probabilística, a qual influenciaria diretamente as decisões dos agentes.

É justamente essa incerteza não probabilística que leva os agentes a adotar comportamento conservador através da preferência por liquidez que ocorre por meio da retenção de moeda em seus *portfolios*. Isto se verifica, pois os agentes retêm moeda como um hedge sobre as incertezas, e também com o intuito de aproveitar eventuais oportunidades<sup>16</sup>, portanto, conclui-se que a moeda não é neutra tanto no curto como no longo-prazo, fato este, que afeta diretamente o decisão de investir e, conseqüentemente, compromete nível de emprego e renda da economia.

A contribuição pós-keynesiana observa que na *Teoria Geral*, Keynes apresentou uma ruptura radical com a escola (neo-) clássica, através de uma nova visão de mundo, resumida no conceito de economia monetária de produção, item objeto de estudo da próxima seção deste capítulo.

## 5.2 ECONOMIA MONETÁRIA DE PRODUÇÃO

Para compreender o pensamento de Keynes e dos pós-keynesianos é necessário entender o conceito de uma economia monetária<sup>17</sup>, o qual passou a ser conhecido como economia monetária de produção<sup>18</sup>.

Como foi abordado no terceiro capítulo deste trabalho<sup>19</sup>, a decisão de investir é formada em um ambiente de incerteza futura. Além disso, diferentemente da visão da ortodoxia (neo-) clássica, observa-se que pelo fato da moeda possuir reserva de valor, quando a preferência pela liquidez aumenta<sup>20</sup>, o investimento cai, o que afeta diretamente a geração de renda e emprego, contribuindo assim para uma piora no crescimento do produto.

Portanto, percebe-se que em uma economia monetária de produção, em contraste com a visão (neo e novo-) clássicas<sup>21</sup>, a moeda acaba por interferir em não somente como serão tomadas as decisões, mas principalmente se estas serão tomadas ou não.

---

<sup>16</sup>Assunto esse largamente discutido no capítulo 3 deste trabalho.

<sup>17</sup>Conceito primeiramente abordado por Keynes.

<sup>18</sup>Conceito aprimorado pela escola de pensamento pós-keynesiana.

<sup>19</sup>Através da teoria keynesiana de determinação do investimento.

<sup>20</sup>Devido ao aumento da incerteza, por exemplo.

<sup>21</sup>Nas quais a moeda é neutra.

Nos próximos subitens serão abordados os axiomas pós-keynesianos aprimorados por Carvalho (1989) a partir dos trabalhos de Keynes, os quais foram fundamentais para a formulação do conceito atual de economia monetária de produção.<sup>22</sup>

### 5.2.1 Princípio da produção

Na exposição da síntese da teoria keynesiana do investimento,<sup>23</sup> ressaltou-se que há uma defasagem temporal entre tomada de decisão de produzir e a eventual oferta desta produção. Isto fomentou a criação de contratos firmados em moeda corrente, os quais são importantes para garantir a estabilidade entre a produção e a venda. Ressalte-se o fato de que as decisões são formadas em um contexto de incerteza, ou seja, não são passíveis de previsibilidade, portanto os capitalistas além de analisarem a eficiência marginal do capital<sup>24</sup>, possuem um elemento que Keynes (2009) chamou de *animal spirits*, que é o espírito empreendedor, fundamental para afirmar que somente os frios e rigorosos cálculos probabilísticos não são suficientes, *per si*, para motivar o investimento.

Como o objetivo da empresa é o lucro na forma de dinheiro, a moeda exerce um papel central na economia. Isto confere aos empresários poder sobre a força de trabalho da economia, já que, de acordo com o princípio da demanda efetiva<sup>25</sup>, sabe-se que os capitalistas podem maximizar seus lucros sem eventualmente empregar toda força de trabalho da economia.

### 5.2.2 Princípio da decisão

Este axioma, tem por base o fato do capital ser escasso em relação à força de trabalho disponível, ou seja, como a moeda não é neutra, os investidores detêm o poder de decisão tanto na determinação do investimento como conseqüentemente sobre o mercado de trabalho.

Um fator importante a ser analisado é que a firma possuiu vantagens em relação às famílias na obtenção de crédito nos bancos, já que as garantias

---

<sup>22</sup>Os quais tem por referencial teórico a teoria keynesiana do investimento.

<sup>23</sup>Vide capítulo 3 deste trabalho.

<sup>24</sup>Abordado na seção 3.2 deste trabalho

<sup>25</sup>Item 3.1 deste trabalho.

apresentadas pelas firmas são, normalmente, muito mais fortes do que as disponíveis pelas famílias. Isso leva a afirmar que as empresas são os agentes mais importantes<sup>26</sup> na economia, pois, através de sua decisão de investir afetam o nível de emprego e renda e, conseqüentemente, o produto da economia.

### 5.2.3 Princípio da não pré-conciliação de planos

A ortodoxia (neo-) clássica defende que os agentes possuem presciência do futuro, ou seja, os agentes poderiam prever qual seria a melhor forma de investir através de cálculos probabilísticos. Porém, como se sabe, de acordo com Keynes (2009) a decisão de investir depende, além da eficiência marginal do capital, do estado de expectativa de longo prazo, o qual não é passível de previsibilidade<sup>27</sup>.

Portanto nas palavras Neves (2007, p.45), “de tal modo, as decisões cruciais caracterizam-se por serem processos irreversíveis no tempo calendário, ou seja, a incerteza pode conduzir a tomada de decisões incorretas que uma vez iniciada só pode ser cancelada a um elevado custo, sem o restabelecimento das condições iniciais.” Esta é a base para a discussão do próximo axioma.

### 5.2.4 Princípio da irreversibilidade do tempo

Quanto maior for o horizonte temporal para a maturação de um investimento, ou seja, para que ele venha a produzir lucros monetários, entende-se que maior será a incerteza dos capitalistas para promover os investimentos, evidenciando que apesar de contratos futuros ajudarem a promover segurança ao investimento e, não obstante, apesar da evolução das técnicas para análise de viabilidade, a não neutralidade da moeda, em conjunto, com a preferência pela liquidez nos levam a citar as palavras de Carvalho (1991, p. 27), “a deficiência de demanda efetiva, que para Keynes decorre destas técnicas<sup>28</sup>, é um de seus resultados característicos.”

Estas conclusões levam ao próximo axioma, tópico de análise, do próximo subitem deste capítulo.

---

<sup>26</sup>Em conjunto com os bancos que são empresas financeiras, portanto, também podem possuir preferência por liquidez, de modo a não possibilitar os investimentos por parte das empresas não financeiras.

<sup>27</sup>Em contraste com o estado de expectativa sobre as decisões rotineiras de curto prazo.

<sup>28</sup>Expostas anteriormente no parágrafo.

### 5.2.5 Princípio da não-ergodicidade

No capítulo três deste estudo mostrou-se, de acordo com a visão de Keynes, que vivemos em um mundo de incerteza radical para a tomada de decisões.

Uma explanação adequada é fornecida por Neves (2007), que conta com uma arcabouço teórico de Arestis (1992) e Davidson (1983) para analisar as principais contribuições dos autores sobre o tema.

Neves (2007, p. 45-46) expõe

Segundo Arestis (1992), no mundo não-ergódigo, eventos atuais e futuros não podem ser previstos por conhecimentos produzidos com base em observações passadas e nem tão pouco ser providos por um guia estatístico. Um princípio chave para distinguir o mundo ergódigo do não ergódigo é o princípio da crucialidade. “Quando agentes fazem decisões cruciais, eles necessariamente destroem qualquer processo estocástico ergódigo que deva existir no momento da decisão” (Davidson, 1982-1983, p. 192). Além disso, Davidson (2002) afirma que ações humanas hoje ou no futuro têm a capacidade de criar alguns aspectos do futuro econômico e denomina o sistema não-ergódigo de realidade transmutável ou criativa.

### 5.2.6 Princípio das propriedades da moeda

Segundo Keynes<sup>29</sup> (2009) cabe ao dinheiro uma demanda transacional, além de ter um prêmio de liquidez e elasticidade de produção, substituição iguais à zero ou quase nulas. São essas propriedades que esclarecem porquê os agentes preferem conservar dinheiro como forma de riqueza, pois a taxa de juros do dinheiro é a taxa que determina as opções de produzir um ativo em detrimento do outro.

Sendo a taxa de juros maior que a eficiência marginal de outros ativos, ao conservar dinheiro, a produção dos outros bens esperará até que a taxa de juros se iguale à eficiência marginal do capital.

Contribuindo com isso observamos na tese de Neves (2007, p.46)

Por causa desta característica, afirma Davidson (1980), o axioma neoclássico da substituição bruta deveria ser rejeitado por Keynes e, assim, “os modelos de equilíbrio geral devem ser abandonados apesar de sua aparência de estrutura precisa e elegante” (*ibid*, p. 296)... Isto significa que a disponibilidade de moeda deve ser relativamente insensível à demanda e que suas funções não podem ser exercidas por substitutos” (Carvalho, 1991a, p. 29)... Deste modo, a existência de contratos denominados em

---

<sup>29</sup> Como abordado na seção 3.6.

unidades monetárias e sua aplicação legal, juntamente com um sistema de liquidação, constituem as instituições necessárias para minimizar os custos de transação da moeda (Davidson, 1972).

Concluindo esta seção observamos que o arcabouço teórico pós-keynesiano foi verdadeiramente a *Teoria Geral*, diferentemente dos primeiros keynesianos da síntese keynesiano-neoclássica, os quais foram confrontados por meio da crítica dos monetaristas e novo-clássicos<sup>30</sup>. É nesse contexto que a elaboração teórica pós-keynesiana será fundamental para provar que a política monetária discricionária não é ineficaz.<sup>31</sup>

### 5.3 CONFRONTANDO AS HIPÓTESES MONETARISTA E NOVO-CLÁSSICA

De acordo com Sicsú (1997), Frank Hahn, um dos economistas que mais se dedicou ao tema do equilíbrio geral walrasiano<sup>32</sup>, é cético sobre a hipótese da taxa natural de desemprego. Hahn questiona a propriedade da estabilidade, a qual, segundo ele "...ninguém mostrou de fato que a economia busca aquele equilíbrio, eu não quero dizer que ninguém mostrou empiricamente, quero dizer que ninguém mostrou teoricamente." (Sicsú, 1997, p. 8-9)

Sicsú (1997) pondera que para os monetaristas a hipótese da estabilidade é crucial, e que se não se verificar, acaba por perder o sentido que taxa natural de desemprego é igual a taxa corrente de desemprego. Ou seja, sem a estabilidade a posição de equilíbrio perderia a validade nos modelos de Friedman e Lucas.<sup>33</sup>

Segundo Sicsú (1997) Hahn acredita que a propriedade de estabilidade foi forjada pelos monetaristas com o intuito de justificar o resultado que pretendem encontrar *a priori*. Além disso, de acordo com o autor, Lucas reconhece que erros racionalmente cometidos não são descartados do modelo subjetivo que processa as expectativas racionais de um indivíduo ou de um grupo. Porém, de acordo com Hahn, o novo-clássico não considera que essa possibilidade provoca na sua teoria,

<sup>30</sup>Tema abordado no capítulo 4 e também na seção 5.1 deste trabalho.

<sup>31</sup>Como afirmado por monetaristas e novo-clássicos e, não obstante, por novo-keynesianos, estes, também denominados por Joan Robinson de "keynesianos bastardos". Somente a título de complementação, já que eles não são objeto deste trabalho, os novo-keynesianos apesar de aceitar a teoria das expectativas racionais, admitem que a política monetária tenha efeito sobre as variáveis reais no curto prazo, devido a imperfeições no mercado, as quais promovem uma rigidez no mercado de preços e salários, permitindo que os preços não se alterem em virtude de um choque de demanda, portanto a moeda somente teria neutralidade no longo prazo.

<sup>32</sup>Um dos pilares para a formação do pensamento monetarista e novo-clássico.

<sup>33</sup>Schulman *appud* Sicsú (1997, p. 10) "a hipótese da taxa natural de desemprego e equivalente da taxa de pleno emprego da economia pré-Keynes, a economia do *laissez-faire*."

pois, se modelos subjetivos podem se distinguir do modelo real em função da manutenção de erros racionalmente cometidos, o conjunto das expectativas dos agentes poderia não ser homogêneo, ou seja, as decisões de retorno a posições originais de maximização poderiam não ocorrer para todas as unidades de decisão econômica, porque nem todas ao confrontar a realidade com suas expectativas concluíram que a melhor decisão seria a negação integral da decisão que reduziu seu nível de satisfação.

Assim, a taxa corrente de desemprego não se igualaria a taxa natural, conseqüentemente Hahn argumenta, “agentes podem saber um modelo da economia, mas não existe modelo da economia, já que não existe forma pela qual eles possam modelar cada erro dos outros.” (Sicsú, 1997, p.10)

Sobre a unicidade do equilíbrio, Sicsú (1997) destaca que características do mercado de trabalho e de bens podem evoluir no período que liga as expectativas à realidade. Então, a cada estado expectacional da economia ocorreriam mudanças nos parâmetros que compõem a realidade. Sendo assim, a taxa natural de desemprego estaria sujeita a mudar de posição e, conseqüentemente, não conteria a propriedade de unicidade, pois mesmo que a relação entre oferta e demanda por trabalho fosse de equilíbrio, a taxa natural de desemprego seria instável.

Além disso, temos a posição de Davidson (1972), argumentando que erros, sejam nas expectativas adaptativas ou racionais, devido ao axioma da não ergodicidade<sup>34</sup>, induzem os agentes a mudar alguns parâmetros que sustentam a taxa natural de desemprego, acarretando na mudança da posição da taxa natural de desemprego. Portanto para Davidson<sup>35</sup>, a taxa natural de desemprego muda de posição por indução e não por evolução, devido a heterogeneidade das expectativas que provoca erros, que por sua vez, induzem a mudanças de gostos e preferências.

Além disso, Sicsú (1997, p.11) ressalta:

Kregel (1982) observa, que Friedman (1968), afirma que a Un foi construída com base na taxa natural de juros de Wicksell. Contudo, essa taxa é aquela que iguala a poupança ao investimento e que mantém inalterado um nível qualquer de preços para um dado nível de emprego. A taxa de juros natural pode estar situada em um patamar cuja elasticidade do produto e do emprego seja zero, mas essa seria apenas uma situação particular (uma das possibilidades existente) essa taxa, foi chamada por Keynes, de taxa de juros neutra. A teoria pré-keynesiana assumiu a hipótese que a taxa de juros do mercado, seria, sempre igual a taxa de juros neutra, portanto, a

---

<sup>34</sup>Abordado no item 5.2.5 deste capítulo.

<sup>35</sup>Ainda mais cético do que Hahn.

economia clássica é a economia da elasticidade zero do produto e do emprego. Contudo Kregel afirmou que a igualdade entre poupança e investimento ocorre, *ex-post*, com preços inalterados e é possível para uma variedade infinita de níveis de desemprego (princípio da demanda efetiva). Consequentemente, cada nível de desemprego que possuísse uma taxa natural de juros, prescindiria do pleno emprego da economia clássica, a Un de Friedman, prescindiria da necessidade de ser única. Ademais, mudanças frequentes e intensas na taxa natural de juros eram aceitas por Wicksell, logo, tais mudanças deveriam ser aceitas por Friedman em relação a sua Un. Em suma, Kregel mostrou que a base teórica que sustenta a Un nega a propriedade da unicidade.

Sendo assim, no próximo item será demonstrado, através do arcabouço teórico de Keynes e dos pós-keynesianos, que a política monetária discricionária é eficiente para promover um aumento no emprego e na renda de forma permanente.

#### 5.4 EFICIÊNCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA DISCRICIONÁRIA

Observamos ao longo deste trabalho, especialmente no capítulo 3, por meio da análise da teoria keynesiana de determinação do investimento e também neste capítulo, através, da contribuição pós-keynesiana, que vivemos em um contexto de economia monetária de produção, no qual a moeda é uma variável crucial pois não possui neutralidade tanto no curto como no longo prazo.

Justamente por vivermos em um contexto de não-ergodicidade, os agentes se defendem através da preferência por liquidez através da retenção de moeda, desconstruindo a taxa natural de desemprego. Afinal, dependendo das expectativas dos empresários eles podem diminuir o investimento, de modo a reter mais moeda, observando-se então, com conseqüente variação negativa no nível de emprego.

Segundo a corrente de pensamento que aceita a taxa natural de desemprego, alterações no nível do mesmo acontecem devido a mudanças na preferência dos trabalhadores, por meio do *trade-off* trabalho/lazer ou de choques exógenos causados pela autoridade monetária ao se utilizar de instrumentos discricionários.

Contudo, para Keynes (2009) e seus seguidores pós-keynesianos, a preferência por moeda explica a existência de uma série de níveis de desemprego, podendo estes persistirem por longos períodos até que o estado de ânimo da economia se altere devido a uma intervenção governamental por meio de política monetária discricionária, por exemplo.

A política monetária que visa à diminuição do desemprego deve em

contrapartida afetar o *animal spirits* de uma maneira positiva, ou seja, influenciando em prol do investimento, dado o nível de incerteza presente, fazendo com que os investidores, ao invés de manterem seus *portfolios* com ativos líquidos, os invistam na aquisição de bens de capital fixo, afetando positivamente o nível de emprego da economia.

Sendo assim, concluímos que o uso da política monetária discricionária diferentemente da visão das teorias monetarista e novo-clássica, não é ineficaz em promover um aumento no emprego, na renda e conseqüentemente no produto.

Na próxima seção abordaremos os principais fatores que promovem o sucesso da política monetária sob a ótica de Keynes e dos pós-keynesianos.

## 5.5 POLÍTICA MONETÁRIA PARA KEYNES E PARA OS PÓS-KEYNESIANOS

De acordo com Sicsú (1997), e através do referencial teórico pós-keynesiano, observa-se fundamentalmente que os instrumentos de intervenção macroeconômica devem ser coordenados, pois quanto mais os instrumentos monetários e fiscais apresentarem coordenação, mais eficiente será a política monetária. Deve ser ressaltado que cada um desses instrumentos utiliza um canal de transmissão diferente agindo em momentos e intensidades distintas, porém, afetando uma única variável, a demanda.

Segundo Sicsú (1997), os instrumentos, além de perseguirem um objetivo não ambíguo, devem emitir aos agentes o máximo de sinais, no intuito de estimulá-los a agir no mesmo sentido da direção apontada e adotada pelas autoridades. Com isso, constata-se que a política monetária keynesiana é eficaz, pois busca preparar um ambiente favorável de negócios, de modo que os agentes sejam estimulados a agir.

Argumenta-se, através de Sicsú (1997), que a política monetária, para ser eficiente, não pode estar subordinada à política fiscal, pois para o receituário de Keynes e dos pós-keynesianos, regras de política econômica devem ser precisas a fim de evitar que autoridades monetárias sejam obrigadas a acomodar situações fiscais que sacrificam objetivos monetários. É este, por exemplo, o caso da Inglaterra nos anos 60 do século XX, onde grande parte da política monetária dedicava-se a assegurar que a política fiscal fosse financiada e levada adiante, o que resultou na alta inflação observada no período. Isto permite constatar que quando a política monetária é subordinada a política fiscal ela não é eficiente.

O autor Sicsú (1997), observa que os sinais emitidos pelas autoridades induzem a formação de expectativas autorrealizáveis, ou seja, agentes acreditam que determinado contexto futuro ocorrerá, tomando então decisões consistentes com suas expectativas. Este critério é compatível com a formulação de Keynes sobre planejamento econômico, concepção esta que possui um significado mais amplo que política econômica, pois, além de englobar o segundo, trata também de reformas institucionais.

Para Keynes, formas de intervenção não significam controle da economia, fim da liberdade ou imposição sobre as decisões individuais. Pelo contrário, o planejamento econômico deve orientar a sociedade e induzir as decisões dos agentes, o que reitera a primordialidade da nitidez das intenções da autoridade.

Observa-se, em Sicsú (1997), que na visão de Keynes e de dos pós-keynesianos a autoridade monetária tem dois instrumentos para utilizar com o intuito de atingir seus objetivos: 1) fixação compulsória das reservas; 2) operações de compra e venda no mercado de títulos públicos. O primeiro afeta a capacidade dos bancos comerciais de conceder crédito de curto prazo para atender as necessidades de antecipação de receitas das firmas, que por sua vez, possui uma relação direta com a quantidade produzida pelas mesmas. O segundo instrumento afeta a taxa de juros que é utilizada como taxa de desconto por capitalistas nos cálculos da eficiência marginal do capital. Portanto, através destes instrumentos o banco central afeta as decisões privadas relacionadas ao investimento.

Constata-se, através de Sicsú (1997), que para a teoria keynesiana e pós-keynesiana as operações de redesconto ou de empréstimos não são propriamente ferramentas de ação a disposição do banco central, pois a primeira trata apenas de obrigações com regras pré-estabelecidas de compra por parte do banco central de determinados papéis pertencentes aos bancos comerciais, assim como, empréstimos de liquidez são auxílios inadiáveis da autoridade monetária aos seus filiados.

Esses mecanismos dificultam o controle das operações ativas do banco central, prejudicando o controle da base monetária, por atrapalhar a determinação da taxa de juros. Porém, a inexistência dos mesmos anularia a função de prestador de última instância do banco central, essencial para confiança do público no sistema bancário, ou seja, são extremamente necessários. Enfim, , dificultam as ações de política monetária, apesar de não as impedir.

Para Sicsú (1997), a redução do compulsório para esta corrente de pensamento seria um erro, pois somente aumentaria as reservas disponíveis, mas não necessariamente aqueceria o mercado de crédito, pois somente aumentaria a oferta e não a demanda por esses fundos. Portanto, se a autoridade possui o intuito de promover o aumento do investimento ela deve atuar despertando o interesse de recomposição do *portfolio*, isto é, troca de ativos líquidos das carteiras por ativos menos líquidos (desde que possuidores de maior rentabilidade).

Vale ressaltar que essa redução no compulsório também reduz a taxa de juros no curto prazo, o que pode vir a atender o que Keynes chamou de “tomadores insatisfeitos”, isto é, firmas com demandas não atendidas à taxa de juros corrente. Logo, um aumento da oferta e uma diminuição na taxa de juros pode reduzir o número de “tomadores insatisfeitos” e aumentar a produção corrente. Porém, essa política não induz diretamente os empresários a ampliarem sua capacidade produtiva, pois isto somente se verificará se houver uma demanda reprimida por empréstimos para financiar investimentos anteriormente ao aumento da disponibilidade, ou seja, depende do *animal spirits* dos capitalistas.

Sicsú (1997) recomenda para elevação do investimento uma elevação no estoque monetário de circulação financeira por meio de operações de mercado aberto para reduzir a taxa de juros dos ativos líquidos, com o objetivo de estimular as decisões de investimento. Observa-se, então, quando a política monetária tem por objetivo o crescimento, esta deve buscar a troca de liquidez por iliquidez, ou seja, o rendimento obtido de juros por rendimentos de rendas futuras mais atrativas.

Nota-se também, no trabalho de Sicsú (1997), que diferentemente da política fiscal de gastos, a política monetária não age diretamente sobre o produto na circulação industrial, mas, induz a moeda para esta esfera. Para tanto, a política monetária que busca o aumento do investimento não tem o objetivo final primordial o produto, mas sim os agentes, que corretamente sinalizados em um ambiente propício ajam no intuito de investir.

Nas palavras de Sicsú (1997, p. 23), “a eficácia da política monetária não depende exclusivamente da utilização dos seus instrumentos, mas é função, fundamentalmente das avaliações sobre contextos futuros feitas pelos agentes econômicos, e que caso a ponte de ligação entra a circulação financeira e industrial

esteja rompida a política monetária não e capaz de cumprir seu objetivo.”<sup>36</sup>

Não obstante, Sicsú (1997), ressalta que, a eficácia da política monetária depende diretamente das decisões privadas de composição de *portfolio*, e dentre esses agentes tomadores de decisão, estão também os bancos, o autor então observa que mesmo através da política monetária expansionista as quais aumentariam as reservas dos bancos comerciais, os bancos, assim como outros agentes podem exercer sua preferência pela liquidez plenamente ou ainda comprarem papéis financeiros<sup>37</sup>, então, caso os bancos exercessem sua preferência pela liquidez de maneira geral teríamos que a política monetária não teria efeito sobre o emprego e renda, ou seja, os recursos não “migrariam” da ilha financeira para a ilha industrial, porém, se a segunda opção ocorresse de forma plena, a política monetária poderia produzir desde efeitos nulos até efeitos plenos sobre o produto, caso o aumento das reservas fosse utilizado para a compra de papéis financeiros no mercado secundário o efeito seria nulo, todavia, se a compra de papel fosse feita integralmente em mercados primários de ativos a longo prazo, emitidos por empresas não-financeiras, a política monetária cumpriria integralmente seu objetivo de reduzir o desemprego.

Cabe ainda ressaltar nas palavras do Sicsú (1997, p. 25-26 ):

Nenhuma forma de política monetária controla diretamente as decisões individuais, tão somente controlam metas intermediárias (ou variáveis intermediárias) que são as taxas de juros ou os agregados monetários. Keynes optou pelo controle da taxa de juros como meta intermediária da política monetária e não pelo controle quantitativo de agregados monetários, contudo, do ponto de vista teórico, quem controla preços (a taxa de juros) pode controlar quantidades (agregados monetários) e vice-versa. A opção de Keynes, certamente, não esta fundada em argumentos teóricos, o pragmatismo da política monetária ensejou essa opção. Keynesianos reconhecem que operacionalmente o controle dos agregados seria extremamente árdua: movimentos na demanda por moeda são de difícil previsão considerando o *timing* de ação dos instrumentos, assim como movimentos de oferta através de inovações financeiras dificultam o controle das autoridades durante determinado tempo.

Sendo assim concluímos este capítulo observando que a aplicação da política monetária discricionária eficaz é aquela que atua de maneira mais coordenada com outros tipos de política econômica (fiscal, por exemplo), e com o objetivo de primordialmente emitir sinais que aumentem o nível de confiança dos capitalistas

<sup>36</sup> Vide segunda epígrafe deste trabalho.

<sup>37</sup> Em contraste com a concepção de Friedman, o qual, afirma que a quantidade de moeda da economia é determinada exclusivamente pela autoridade monetária.

para que os mesmos alterem seus *portfolios*, migrando de ativos líquidos para o investimento em capital fixo, aumentando assim o nível de emprego, renda e consequentemente do produto da economia.

## 6 CONCLUSÃO

Concluimos primeiramente, através da teoria keynesiana de determinação do investimento, que os ensinamentos da escola (neo-) clássica sobre o assunto não se aplicavam à realidade, pois eram baseados em postulados ultrapassados e que em nada contribuíam para a análise do investimento, este sendo o maior responsável para a eficácia da política monetária discricionária pós-keynesiana, como mostra-se no último capítulo.

Contudo, para chegar a esta conclusão, foi relevante mostrar porque monetaristas e novo-clássicos criticaram a condução da política econômica pela síntese keynesina-neoclássica, apesar que o próprio nome desta vertente já explica que os mesmos foram incapazes de entender Keynes, já que não existe possibilidade de sintetizar teorias completamente diferentes, devido principalmente a ruptura radical que a *Teoria Geral* proporcionou, indicando uma nova visão de mundo, *ipsis literis*.

Foram por esses motivos que iniciamos esta discussão trazendo todos os pilares da teoria de investimento de Keynes, os quais nos mostraram que a decisão que leva as firmas a investir vão muito além da lei de Say, da previsibilidade de cálculos, da moeda neutra e da taxa de juros. Keynes nos mostra a complexidade das decisões determinantes do investimento, as quais abrangem variáveis expectativas num mundo não passível de ergodicidade, ou seja, devemos também estudar as variáveis psicológicas<sup>38</sup>, num contexto onde a moeda é absolutamente não neutra. Portanto, os investidores podem possuir preferência por liquidez, fato este que afeta diretamente o investimento e conseqüentemente a geração de emprego, renda e de crescimento do produto.

Sendo assim, decidimos nos aprofundar e iniciar o estudo do segundo tema deste trabalho para provar a eficiência da política monetária discricionária. Constatamos que esta deve além de ser coordenada com as outras políticas econômicas, também tem de ser clara o suficiente para influenciar no estado de confiança dos agentes, de modo que interfira positivamente na determinação do investimento elevando a geração de emprego, renda e do produto de maneira permanente, pois vivemos em uma economia monetária de produção onde a não

---

<sup>38</sup>*Animal spirits*.

neutralidade da moeda tanto no curto como no longo prazo confirma a eficácia da política monetária.

## 7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARAÚJO, Assílio L.Z. **Avaliação crítica do regime de metas de inflação a partir de uma ótica pós-keynesiana**. 2007. Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, Porto Alegre, 2007.

ARESTIS, P. e SAWYER, M. Can monetary policy affect the real economy? **Levy Economics Institute of Bard College**. Working paper n. 355, 2002. Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/publications/can-monetary-policy-affect-the-real-economy>. Acesso 01 de outubro de 2014.

CARVALHO, F.C. Fundamentos da escola pós-keynesiana: a teoria de uma economia monetária. In: AMADEO, E. (org.). **Ensaio sobre Economia Moderna: teoria e história do pensamento econômico**. São Paulo, Marco Zero, 1989, pp.179-194. Disponível em: <http://www.econbiz.de/Record/fundamentos-da-escola-pos-keynesiana-a-teoria-de-uma-economia-monetaria-carvalho-fernando/10000126171>. Acesso 05 de outubro de 2014.

\_\_\_\_\_. **A não neutralidade da moeda em economias monetárias de produção: a moeda nos modelos pós-keynesianos**. Estudos Econômicos. V. 21, n. 1, jan/abr, p. 11-40, 1991. Disponível em: <http://www.virtual.nuca.ie.ufrj.br/ufrgs/EconomiaMonetariaII-A-A/textos/1+Introducao.doc>. Acesso 07 de outubro de 2014.

\_\_\_\_\_. **Bretton Woods, Keynes e a utopia da cooperação**. Jornal Valor Econômico. 2013. Disponível em: [www.virtual.nuca.ie.ufrj.br/ufrgs/...A-A/.../1+Introducao.doc](http://www.virtual.nuca.ie.ufrj.br/ufrgs/...A-A/.../1+Introducao.doc). Acesso 12 de outubro de 2014.

DAVIDSON, P. Money and the real world. **The Economic Journal**. V. 82, n. 325, março, p. 101-115, 1972. Disponível em: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/2230209?uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21105372868583>. Acesso 03 de outubro de 2014.

\_\_\_\_\_. **Colocando as evidências em ordem**. Porto Alegre, Ensaio FEE, v. 17, n. 2, p. 7-41, 1996. Disponível em: <http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/download/1874/2247>. Acesso 27 de setembro de 2014.

FRIEDMAN, M. **Inflation and unemployment**. Nobel Memorial Lecture. 1976.

Disponível em:  
[http://nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/1976/Friedman-lecture.pdf](http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1976/Friedman-lecture.pdf).  
Acesso 09 de novembro de 2014.

\_\_\_\_\_. The role of monetary policy. **The American Economic Review**. V. 58, n. 1, p. 1-17, 1968. Disponível em: <https://www.aeaweb.org/aer/top20/58.1.1-17.pdf>. Acesso 15 de outubro de 2014.

HUNT, E.K. **História do Pensamento Econômico**. 2.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

KEYNES, J.M.; **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

KREGEL, J. **A Post-Keynesian theory: an overview**. The Journal of Economic Education. V. 14, n. 4, p. 32-43, 1983. Disponível em: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/1182526?uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21105372868583>. Acesso em: 18 de outubro de 2014

LUCAS Jr., R. E. Some international evidence on output inflation tradeoffs. **The American Economic Review**. V. 63, n. 3, p. 326-334, 1973. Disponível em: <https://www.aeaweb.org/aer/top20/63.3.326-334.pdf>. Acesso 17 de outubro de 2014

\_\_\_\_\_. Monetary neutrality. **Price Lecture**. 7 de Dezembro, 1995.  
Disponível em: [http://nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/1995/lucas-lecture.pdf](http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1995/lucas-lecture.pdf). Acessado em: 11 de Novembro de 2014

MARSHALL, Alfred. **Princípios de economia**. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

MILL, John Stuart. **Princípios de Economia Política**. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

MINSKY, H. **Stabilizing an Unstable Economy**. McGraw Hill, 2008.

NEVES, André L. **Uma análise pós-keyensiana do regime de metas de inflação sobre a distribuição de renda e o crescimento econômico**. 2007. Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento Econômico) – Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Departamento de Economia Curitiba, 2007. Disponível em: <http://www.economia.ufpr.br/Dissertacoes%20Mestrado/126%20%20André%20Lúcio%20Neves.pdf> . Acesso 20 de setembro de 2014.

OREIRO, J. L. **Economia Pós-Keynesiana: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros**. Niterói, Anpec, Anais do XXXVI Encontro Nacional de Economia, dezembro 2008. Disponível em: [http://ufr.br/economia/index.php?option=com\\_phocadownload&view=category&download=124:14&id=17:textos-macro&Itemid=234](http://ufr.br/economia/index.php?option=com_phocadownload&view=category&download=124:14&id=17:textos-macro&Itemid=234). Acesso 27 de setembro de 2014.

\_\_\_\_\_. **Escolha de Portfólio, Investimento e Não-Neutralidade da Moeda: Uma crítica a tese neoclássica de neutralidade da moeda no longo-prazo**, Curitiba, 2003. Disponível em: <http://joseluisoreiro.com.br/.../af8732a0d715d4ccc8e06eeab03a67ef8b0dfe6a.doc>. Acesso 20 de julho de 2014.

OREIRO, J. L.; NEVES, A, L. **O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica**. Porto Alegre, Ensaios FEE, v. 29, n. 1, PP.101-132, junho 2008. Disponível em: <http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/viewFile/2164/2548>. Acesso em 14 de outubro de 2014.

ROBINSON, J. (1962). A Model of Accumulation. In: SEN. A (org.). **Growth Economics**. Penguin Books: Middlessex, 1970. Disponível em: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/2227364?uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21105372868583>. Acesso 07 de novembro de 2014.

SAY, Jean-Baptiste. **Tratado de Economia Política**. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

SHULMAN, S. **The Natural Rate of Unemployment: concept and critique**. Journal of Post Keynesian Economics, v 11, n.4, p.509-521, 1989. Disponível em: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/4538151?uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21105372868583>. Acesso 09 de novembro de 2014.

SICSÚ, J. A negação da ineficácia da política monetária: a alternativa de Keynes e pós-keynesianos. **Análise Econômica**. Ano 15, n. 28, setembro, p. 80-107, 1997. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/negacaoineficacia.pdf>. Acesso 05 de setembro de 2014.