

# **Credibilidade e política monetária: uma crítica baseada em Keynes**

Gilberto de Assis Libânio<sup>1</sup>

## **Resumo**

*Este trabalho procura discutir a temática da credibilidade na política econômica, particularmente no caso da política monetária. Partindo de uma crítica ao tratamento que a teoria econômica ortodoxa dispensa a este tema, propõe-se uma visão alternativa baseada nos trabalhos de Keynes e dos chamados pós-keynesianos. Destacam-se ainda algumas das implicações que essa visão traz para a operação da política monetária, constituindo novos argumentos no debate de “regras versus arbítrio”.*

## **Introdução**

A credibilidade da política econômica é um tema de grande relevância e tem sido objeto de atenção crescente por parte de pesquisadores e dirigentes de Bancos centrais.

Em termos teóricos, a visão tradicional sobre credibilidade sustenta que ela é obtida através de mecanismos que impossibilitem a atuação discricionária da autoridade monetária. Tal postura decorre da suposta existência de um “viés inflacionário” na condução da política econômica, que estimularia a adoção de expansões monetárias inesperadas, para mover a economia de sua “taxa natural de desemprego”.

O abandono de algumas das hipóteses que sustentam o enfoque convencional sobre o tema e a consideração de um outro arcabouço teórico devem levar a novas implicações no campo da política econômica. Este trabalho procura discutir a credibilidade da política monetária sob uma perspectiva pós-keynesiana.

---

<sup>1</sup> Professor – UFMG. Departamento de Economia da FACE. O autor agradece os comentários do professor Fernando Cardim de Carvalho e de um parecerista anônimo desta revista, que muito enriqueceram este trabalho. Os equívocos e omissões que ainda restem são de exclusiva responsabilidade do autor. E-mail: <gilberto@cedeplar.ufmg.br>.

A próxima seção analisa o tratamento tradicional sobre o tema. Na seção seguinte, procura-se descrever, em linhas gerais, uma abordagem alternativa baseada em Keynes, aceitando suas advertências quanto à inadequação da teoria (neo)clássica a economias capitalistas e, logo, quanto à inaplicabilidade direta de suas conclusões (Keynes, 1982, cap. 1). Em seguida, busca-se explorar o papel e as formas de atuação da política econômica no modelo pós-keynesiano. Por fim, pretende-se discutir como a questão da credibilidade pode ser colocada neste novo contexto, fornecendo um contraponto à visão hoje dominante sobre o tema.

## **1 Viés inflacionário, regras monetárias e credibilidade**

A discussão sobre política econômica no interior do *mainstream* tem se baseado recorrentemente em modelos de credibilidade e reputação. Tais modelos podem ser considerados – em sua origem – uma extensão dos argumentos tradicionalmente levantados pela teoria novo-clássica sobre a necessidade de regras fixas na condução de políticas e do baixo grau de arbítrio reservado aos *policy makers*.

As hipóteses básicas dos modelos novo-clássicos são, de acordo com Tobin (1980, p.22), expectativas racionais e *market-clearing* contínuo. Novos-clássicos compartilham a crença de que, em condições de perfeita informação, alterações reais na economia dependem apenas da tecnologia e da estrutura de preferências dos agentes. Partindo do modelo de equilíbrio geral competitivo (e a exemplo da intuição inicial de Smith sobre a “mão invisível”), defendem que a economia encontra *naturalmente* sua posição de equilíbrio Pareto-ótimo, através da maximização das funções objetivo de cada agente individual.

Não obstante, não são descartadas as flutuações cíclicas, explicadas apenas pela ocorrência de choques exógenos. Tais choques poderiam ser tecnológicos,<sup>2</sup> naturais – uma quebra de safra, por exemplo – ou provocados pela ação governamental,<sup>3</sup> através de política econômica não antecipada. Particularmente quanto à política monetária, novos clássicos (versão I) sustentam que somente variações inesperadas no estoque de moeda teriam

---

2 Especialmente nos chamados modelos de ciclos reais, que representam a segunda geração de modelos novos clássicos (ou novos clássicos versão II).

3 Enfatizados pelos modelos novos clássicos de primeira geração – versão I (Lucas, Sargent, Wallace, etc.).

efeitos (temporários) sobre a economia, até que os agentes percebessem e reagissem, restabelecendo o equilíbrio inicial de ofertas e demandas. Caso a variação fosse prevista ou sistemática, os agentes se antecipariam em seus reajustes (pela hipótese de expectativas racionais), anulando qualquer efeito real da política monetária. Nas palavras de Lucas (1983: 230), “*sustained inflation will not affect agents real decisions in the way that transitory price movements do. Nothing is easier than to spot and correct systematic bias in forecasts*”.

A eficácia da política monetária, portanto, dependeria de seu grau de imprevisibilidade. Isto é, apenas uma política monetária errática seria capaz de afetar o nível de produto a curto prazo. Novos clássicos argumentam que tal estratégia seria indesejável, pois uma maior variância da taxa de crescimento da oferta de moeda seria instabilizante, ao elevar a variância do produto em relação a seu nível “natural” (com plena informação) e a variância dos preços futuros em relação a seus valores esperados. Ademais, a eficácia de tais políticas seria decrescente, pois uma elevação da variância da taxa de crescimento monetário levaria agentes racionais a crescentemente relacionar variações no produto nominal a variações no nível de preços, reduzindo o impacto sobre o produto real.

Assim, o argumento leva à proposição de que a política monetária deveria ser conduzida segundo regras fixas (minimizando a variância da taxa de crescimento da oferta de moeda).<sup>4</sup> Desta forma, a autoridade monetária evitaria a introdução de elementos instabilizadores e aumentaria o conjunto de informação dos agentes na tomada de decisões.

A temática da credibilidade renova – no interior da ortodoxia – a discussão sobre regras *versus* arbítrio. Uma inovação representada por tal temática diz respeito à forma como se considera a formulação e implementação da política econômica – aqui, particularmente, da política monetária. Em primeiro lugar, trata-se de superar o problema – presente nos modelos novo-clássicos – da “irracionalidade” do governo, que parece ser o único agente a não “reconhecer” a neutralidade da moeda (mesmo no curto prazo), bem como a taxa natural de desemprego, e que insiste em políticas equivocadas e instabilizadoras. A solução, buscada na teoria da escolha pública, é tratar o governo (ou a autoridade representativa) também como

---

<sup>4</sup> Não se trata aqui dos modelos de ciclos reais, em que a moeda – quando considerada – é endógena.

agente maximizador de uma função objetivo, motivado por responsabilidades, interesses políticos, ambições pessoais, etc.

Uma segunda mudança importante corresponde ao tratamento da política econômica como resultado de uma interação estratégica e mediata entre os setores público e privado, utilizando teoria dos jogos. Neste sentido, reconhece-se a interdependência entre as ações dos *policy makers* e de agentes privados com expectativas racionais.

Problemas de credibilidade são comumente relacionados à “inconsistência dinâmica de planos ótimos” (Kydland & Prescott, 1977). Em termos gerais, isto significa que determinada política formulada em um período (t) – dadas as restrições e informações disponíveis – pode não ser a ideal quando chega o período de sua implementação (t+s). Isto porque a elaboração de uma política ótima *ex-ante* influencia o comportamento de agentes com expectativas racionais, o que provoca alteração nas restrições (*constraints*) enfrentadas pelos *policymakers* quando da implementação daquela política. Como estes últimos são também agentes maximizadores, terão o incentivo a abandonar a política inicialmente traçada – caso a conformação institucional vigente assim o permita – e adotar uma política mais conveniente dadas as novas restrições (política ótima *ex-post*). Problemas de credibilidade surgem, portanto, uma vez que os agentes privados reconheçam que a autoridade representativa tem claros incentivos a desviar a trajetória previamente anunciada de política econômica. Diz-se que o plano original é dinamicamente inconsistente. Nas palavras de Persson & Tabellini (1994: 7):

*“without binding commitments, a policy with desirable properties may run into serious credibility problems, because private agents realize that the policymaker will have incentives to deviate from it in the future”.*

Particularmente quanto à política monetária, a questão da credibilidade se coloca também como desdobramento das conclusões dos modelos novo-clássicos, pois se relaciona à idéia de que a política monetária só afeta variáveis reais através da “surpresa”, da mudança inesperada. Neste sentido, defende-se que a política ótima *ex ante* seria a de inflação zero, pois o desemprego se situaria – na ausência de choques exógenos – em sua “taxa natural” (curva de Phillips vertical quando não há problemas informacionais). Entretanto, se tal política é incorporada às expectativas dos agentes privados, uma autoridade monetária com poderes discricionários teria incentivo a abandonar a regra de inflação zero e promover certa

expansão monetária (inesperada), buscando reduzir temporariamente o desemprego. Ou seja, a estratégia adotada pelo *policymaker* seria a de “trapacear”, deslocando a economia ao longo da curva de Phillips de curto período e obtendo assim o benefício de uma menor taxa de desemprego.

Uma vez corrigidas as expectativas inflacionárias dos agentes privados, a economia tenderia a voltar à sua taxa natural de desemprego, mas com uma inflação de equilíbrio superior à anteriormente observada. Isto significa que a atuação (maximizadora) da autoridade monetária tende a levar a economia a um ponto de equilíbrio com uma taxa de inflação mais elevada, configurando o chamado “viés inflacionário” da política discricionária.

Em suma, pode-se concluir que a possibilidade de alterar a trajetória de evolução da oferta de moeda leva à perda da credibilidade da política monetária, pois agentes privados reconhecem o estímulo à promoção de expansões inesperadas. Como a hipótese de expectativas racionais assegura que os agentes não sejam enganados sistematicamente, as tentativas de buscar uma menor taxa de desemprego acabariam levando apenas a um equilíbrio com maiores taxas de inflação (Barro & Gordon, 1983).

Assim sendo, as implicações normativas derivadas dos modelos de credibilidade e reputação não diferem substancialmente das recomendações propostas por novos clássicos. Isto é, destaca-se a importância de gerir a política monetária segundo regras fixas, o que lhe daria maior credibilidade, por impossibilitar mudanças inesperadas na atuação do Banco central. Neste caso, são mantidas as proposições quanto à ineficácia da política monetária e à necessidade de gestores com baixo grau de arbítrio (“mãos atadas”).

Cabe destacar, entretanto, que a sustentação de tais conclusões requer logicamente a aceitação dos pressupostos subjacentes à teoria novo-clássica. Depende, particularmente, da aceitação do modelo de equilíbrio geral como um retrato apropriado do sistema econômico. Em última instância, tal postura decorre da *crença* de que o sistema é eminentemente estável, tendendo a um equilíbrio ótimo se deixado à própria sorte. Nas palavras de Carvalho (1994: 41):

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

Por outro lado, vale notar que a perspectiva descrita até aqui, embora represente o tratamento pioneiro e mais extenso sobre o tema da credibilidade, não é consensual no interior da ortodoxia. Os chamados novos keynesianos – que surgem no debate macroeconômico nos anos oitenta, buscando resgatar algumas proposições da Síntese Neoclássica e superar as críticas de Friedman, Lucas e outros – apresentam uma visão um pouco distinta. Enfatizando a existência de diversos tipos de imperfeições nos mercados de bens e de trabalho, que dariam margem a certa rigidez de preços e salários, recuperam o papel da política monetária como elemento estabilizador dos níveis de produto e emprego a curto prazo.<sup>5</sup>

Neste caso, algumas qualificações devem ser feitas ao argumento tradicional. As diferenças entre novos clássicos e novos keynesianos quanto à questão da credibilidade dizem respeito aos impactos da política monetária e às proposições quanto à atuação do Banco central. De forma bastante resumida, pode-se dizer que novos keynesianos aceitam o problema da inconsistência dinâmica e a existência de um viés inflacionário quando a autoridade monetária atua de forma discricionária. Entretanto, consideram desejável a manutenção de certa margem de manobra, para que a política monetária possa ser usada como instrumento de estabilização do produto, ainda que isso represente maior variabilidade nas taxas de inflação. Tal procedimento poderia ser obtido, por exemplo, através da adoção de regras contingentes (*feedback rules*) com cláusulas de escape (Lohmann, 1992), que permitiriam atuação discricionária em circunstâncias bem particulares. Outra possibilidade seria estabelecer contratos (normas) que guiem a ação do Banco central – por exemplo, condicionando a remuneração de seus dirigentes aos resultados da política – de modo a conciliar a busca da estabilidade de preços com alguma flexibilidade para responder a novas informações (Walsh, 1995).

Para os novos keynesianos, a adoção desses mecanismos não comprometeria a credibilidade do Banco central, desde que tais intervenções não representassem um desvio significativo de sua meta principal (controle da inflação), que deveria ser assegurada pela escolha de dirigentes “conservadores” para a condução da política monetária (Rogoff, 1985) e pelo estabelecimento de um Banco central independente. Neste sentido, “mãos atadas” seria uma condição suficiente, mas não necessária para garantir credibilidade, e deveria ser abandonada, em função de seus custos sobre

---

<sup>5</sup> Foge aos objetivos deste trabalho uma descrição mais detalhada da teoria novo-keynesiana. A esse respeito, ver: Mankiw & Gordon (1991).

produto e emprego – especialmente por impossibilitar reações frente a choques adversos de oferta.

## 2 A economia monetária de produção

A obra de Keynes representa uma tentativa de construir um paradigma alternativo à economia (neo)clássica, rejeitando a visão de que o sistema econômico é eminentemente estável e auto-regulável. Para tanto, um elemento central é a consideração do papel da *moeda* em economias capitalistas modernas.

Keynes ressalta a inadequação da teoria ortodoxa a economias reais e busca construir – alternativamente – uma “teoria monetária da produção”:

*“The theory which I desiderate would deal (...) with an economy in which money plays a part of its own and affects motives and decisions and is, in short, one of the operative factors in the situation, so that the course of events cannot be predicted, either in the long period or in the short, without a knowledge of the behaviour of money between the first state and the last. And it is this which we ought to mean when we speak of a monetary economy”* (CWJMK, v. XIII: 408-409).

Assim, trata-se da concepção de um sistema que enfatiza a não-neutralidade da moeda, mesmo a longo prazo. Para tanto, requer-se o abandono de alguns axiomas da teoria neoclássica e o desenvolvimento de princípios alternativos, a partir dos quais se explicita o funcionamento de uma economia monetária de produção.

Segundo Davidson (1984), três seriam os axiomas da teoria neoclássica descartados por Keynes. Primeiro, o axioma da substitutibilidade bruta, que afirma que todos os bens e serviços são, em alguma medida, substitutos entre si. Em seguida, o axioma dos reais, segundo o qual os objetivos de agentes “racionais” não incluem variáveis nominais. Por fim, abandona-se o axioma da ergodicidade, que assume certa estacionaridade nos processos econômicos e, logo, nas condições sob as quais os agentes tomam decisões.

O modelo proposto por Keynes consideraria, em substituição a tais axiomas, elementos como a não-neutralidade da moeda, a não-ergodicidade do sistema econômico e a existência de contratos futuros denominados em moeda.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Para uma discussão detalhada dos princípios subjacentes a uma economia monetária de produção, ver Carvalho (1992, cap. 3).

Em um sistema com tais características, invalida-se a “Lei de Say” enquanto mecanismo fundamental de determinação da renda, abrindo espaço para a ocorrência de insuficiências de *demanda efetiva*, que explicariam a ocorrência de desemprego involuntário.

O nível da renda (e, dada a técnica, do emprego) na teoria de Keynes é determinado pelos gastos em consumo e investimento, no agregado.<sup>7</sup> O primeiro teria papel passivo frente à renda corrente, enquanto o segundo dependeria da *expectativa* de receita dos investidores. O pleno emprego só ocorreria se os gastos em investimento fossem exatamente suficientes para suprir a lacuna entre a renda “potencial” e o consumo a este nível de renda. “A demanda efetiva associada ao pleno emprego é um caso especial que só se verifica quando a propensão a consumir e o incentivo para investir se encontram associados entre si numa determinada forma.” (Keynes, 1982: 40).

### 3 O papel da política econômica

A existência de equilíbrio com desemprego, decorrente de insuficiência de demanda agregada, possibilita a concepção de papéis ativos para o Estado na promoção do pleno emprego. Referindo-se à depressão por que passava a economia inglesa no início dos anos 30, Keynes afirma: “*The system is not self-adjusting and, without purposive direction, it is incapable of translating our actual poverty into our potential plenty.*” (CWJMK, v. XIII: 491).

Todavia, a postura ativista de Keynes não pode ser inteiramente justificada apenas pela detecção de problemas sistêmicos na economia. A proposição de que o “livre mercado” gera resultados insatisfatórios não implica necessariamente que a intervenção estatal seja desejável. O ativismo de Keynes decorre também de sua visão de que é possível formar uma burocracia pública eficiente e bem preparada para a gestão da política econômica, assim como de sua convicção de que o intervencionismo não representa, em si mesmo, uma ameaça à liberdade individual.

Ademais, reconhece-se que o Estado dispõe de instrumentos importantes para influenciar a economia. Ou seja, por sua grande capacidade de mobilizar recursos, de criar moeda, de correr riscos e, principalmente, por

---

<sup>7</sup> O modelo construído na *Teoria Geral* é de uma economia fechada.

possuir capacidade institucional de moldar os horizontes de expectativas dos agentes privados e de afetar o grau de incerteza no ambiente em que tais expectativas são formadas, o Estado se diferencia de qualquer agente privado e pode, em grande medida, direcionar a trajetória do sistema.

Admitidas a possibilidade e a conveniência da intervenção governamental, cabe discutir os instrumentos e canais de atuação da política econômica, particularmente, das políticas monetária e fiscal. Primeiramente, destaca-se a influência direta sobre variáveis relevantes na determinação da renda e do emprego. Neste sentido, a política fiscal representa um instrumento importante, ao elevar o gasto agregado e detonar um efeito multiplicador da renda. Concretamente, propõe-se que o orçamento público deve ser deficitário com a economia em retração e superavitário em períodos de expansão, funcionando assim como um estabilizador automático de demanda (Fazzari & Minsky, 1984: 110).

A política monetária, por sua vez, busca influenciar a taxa de juros através da variação da oferta de liquidez, com impacto sobre os níveis de investimento. De acordo com Carvalho (1994: 47),

“concebe-se a política monetária como a manipulação do estoque de moeda com o fim de modificar a taxa de juros sobre os ativos líquidos, para, através de efeitos sobre o portfólio dos agentes privados, induzir movimentos de substituição das formas de riqueza, aumentando ou diminuindo a demanda por ativos reprodutíveis e, assim, aumentando ou diminuindo a renda gerada na produção de novos itens”.

Keynes defende que a política monetária deve ter papel acomodativo. Isto é, a oferta de moeda deveria acompanhar oscilações em sua demanda – causadas por variações do produto nominal e no grau de preferência pela liquidez – buscando manter certa estabilidade nos termos de crédito e evitar impactos negativos sobre a atratividade dos bens de investimento.

Em segundo lugar, mas não menos importante, deve-se considerar o impacto indireto da política econômica, por seu papel de sinalização aos agentes privados e redução de incertezas. Neste caso, a influência sobre o produto se daria através do impacto sobre as “variáveis psicológicas fundamentais” do modelo de Keynes, especialmente, preferência pela liquidez e eficiência marginal do capital.

Para Keynes, a preferência pela liquidez é a responsável direta – dada a oferta monetária – pela determinação da taxa de juros. Esta seria a taxa que iguala a demanda e oferta de recursos para entesouramento. A

primeira relaciona-se às demandas precaucionária e especulativa por moeda, enquanto a última corresponde ao estoque total de moeda, descontado o montante da mesma requerido para transações correntes. A taxa de juros serviria então como um estímulo para não entesourar moeda. Ou ainda, segundo as palavras do próprio Keynes, “*the rate of interest obviously measures (...) the premium which has to be offered to induce people to hold their wealth in some form other than hoarded money*” (CWJMK, v. XIV: 116). A política econômica pode, ao promover cenários mais seguros sobre o futuro, afetar a preferência pela liquidez, reduzindo o prêmio exigido pelos agentes para abrir mão da moeda, *i.e.*, a taxa de juros. Uma queda desta última levaria, *ceteris paribus*, a uma maior atratividade dos ativos reprodutíveis e, logo, a uma elevação nos níveis de investimento agregado (e renda).

A segunda “variável psicológica” influenciada pela política econômica é a chamada eficiência marginal do capital, estreitamente relacionada à expectativa de rendimento futuro dos bens de investimento. Conforme dito antes, decisões de investir são tomadas sobre bases precárias de conhecimento sobre o futuro, envolvendo conjecturas. De acordo com Keynes,

“as considerações sobre as quais se baseiam as expectativas de rendas esperadas são, em parte, fatos existentes que se pode supor sejam conhecidos mais ou menos com certeza e, em parte, eventos futuros que podem ser previstos com um maior ou menor grau de confiança” (Keynes, 1982: 123).

A concepção de políticas fiscais e monetárias de longo prazo poderia induzir a formação de expectativas sobre uma certa estabilidade na demanda agregada e nas condições de crédito, aumentando o grau de confiança de eventuais investidores em suas previsões sobre o futuro e reduzindo seus riscos – em termos macroeconômicos – com impactos positivos sobre o investimento privado.

Observa-se, em última instância, que a elaboração e os impactos da política econômica relacionam-se estreitamente com a reação dos agentes privados ou, mais particularmente, com a influência sobre as variáveis comportamentais antes discutidas. Isto significa que é necessário atentar para a interação entre os setores público e privado, a partir da qual se estabelecem os resultados da política econômica. Nas palavras de Carvalho (1994: 50), “o efeito de qualquer política econômica que não seja a compulsão direta depende da avaliação dos agentes a respeito de seus objetivos, da sua

sustentabilidade e de outros fatores da mesma natureza”. Descartam-se, desta forma, visões mais mecanicistas a respeito da operação da política econômica, como a da Síntese Neoclássica no pós-guerra.<sup>8</sup>

Em se tratando da política monetária, seus resultados dependem da preferência pela liquidez do público e do setor bancário. Particularmente, o comportamento deste último é fundamental, por ser este o canal básico de operação daquela política.<sup>9</sup> Isto significa que a moeda apresenta certo grau de endogeneidade, em função da demanda por crédito e da capacidade de o setor bancário criar “quase-moedas”. Assim sendo, o controle do estoque monetário por parte do Banco central é bastante imperfeito, o que representa um complicador adicional para se avaliar se metas monetárias, uma vez anunciadas, serão cumpridas ou não.

#### 4 Credibilidade e política econômica

A consideração de variáveis comportamentais e da relação entre *policy makers* e agentes privados em um ambiente de incerteza leva diretamente a questões ligadas à credibilidade da política econômica. Neste sentido, o descrédito em relação a determinada política poderia impedir a influência desejada sobre o comportamento do público – ou ainda, detonar reações contrárias – dificultando (ou mesmo impossibilitando) a consecução dos objetivos traçados. Ou seja, o resultado final não é independente da reação dos agentes privados e tende a ser mais satisfatório quanto maior a credibilidade da política implementada. Referindo-se à operação da política monetária, Keynes afirma: “*The question of how much additional liquidity is required cannot be settled beforehand and must depend on the touch of the market. It will largely depend on the confidence felt in Treasury intentions.*” (CWJMK, v. XXI: 562).

Cabe destacar, entretanto, que a reação do setor privado nem sempre implica, como na visão convencional, neutralização dos efeitos da política. Tampouco significa *apenas* o reajuste de preços e salários em proporção idêntica à elevação do estoque monetário. Na teoria pós-keynesiana, a reação dos agentes privados inclui não somente decisões sobre preços e salários,

---

8 Com referência a tal postura, em que o sistema responde univocamente à manipulação de variáveis pelo governo, chegou-se a cunhar a expressão “keynesianismo hidráulico” (Coddington, 1983).

9 A menos que se admita – como Friedman – a hipótese do helicóptero que descarrega dinheiro sobre a economia.

mas também decisões de produção, investimento, demanda e oferta de crédito. E pode significar não a neutralização, mas a intensificação dos resultados da política monetária, com efeitos reais de curto e longo termo – um exemplo disso é o chamado “efeito declaração”, em que o simples anúncio de uma política pode afetar as expectativas e o comportamento dos agentes privados, de modo a reduzir a necessidade de atuação efetiva por parte da autoridade monetária.

Todavia, o argumento não pode se limitar a atribuir bons resultados à presença de credibilidade e maus resultados à sua ausência. É necessário discutir que elementos estariam ligados à construção da credibilidade e quais as implicações para a atuação do Banco central.

A visão tradicional sobre o tema é a de que uma política obtém credibilidade se há expectativa de que ela não seja alterada. Daí a defesa de regras fixas e de gestores com baixo grau de arbítrio. Todavia, tal postura decorre da proposição de que a política econômica só é eficaz se inesperada e que, portanto, *policy makers* sempre teriam estímulo a trapacear, para mover a economia de suas “taxas naturais”.

Ademais, baseia-se ainda no princípio de que o sistema econômico é intrinsecamente estável e a moeda é neutra. Assim, a política monetária deve ser guiada exclusivamente para garantir a estabilidade dos preços, uma vez que ela seria incapaz de afetar variáveis reais – o que, aliás, nem é necessário, visto que o sistema sempre converge para um ponto de equilíbrio ótimo.

Todavia, sob a ótica pós-keynesiana, que considera a noção de incerteza e admite a possibilidade de múltiplos equilíbrios, outras são as “formas de operação” da política econômica e, como é óbvio, outro o enfoque a ser buscado para discutir a questão da credibilidade.

Primeiramente, deve-se questionar qual o grau de arbítrio reservado aos *policy makers*. Argumenta-se aqui, em direção oposta à defesa de “mãos atadas”, que a incerteza quanto ao futuro e a necessidade de adequar a política econômica a situações específicas exigem dos gestores certa capacidade de mudança e adaptação. Não é provável atribuir credibilidade a uma política que, desenhada para certa conjuntura, seja mantida quando esta conjuntura não mais prevaleça. Segundo Carvalho (1994: 54), “a abordagem keynesiana defende, assim, não apenas a intervenção pública na economia, mas também o grau de discricão que for necessário para o enfrentamento das **novas**, em sentido essencial, situações que o futuro pode trazer”.

Não se trata, entretanto, de defender uma completa ausência de regras e padrões de atuação. Conforme mencionado anteriormente, a política econômica tem importante papel de sinalização sobre o futuro e, portanto, seriam desejáveis certas normas para sua gestão, buscando evitar uma atuação muito errática por parte dos *policy makers*, o que dificultaria aos agentes privados a construção de cenários mais claros sobre as condições macroeconômicas futuras. Inclusive porque uma atuação muito errática é dificultada pelas próprias regras de funcionamento do sistema econômico. Na política monetária, em particular, um limite é estabelecido pela necessidade de preservação do padrão monetário, que requer – conforme dito anteriormente – que a moeda tenha baixa elasticidade de produção. Pois, é certo que uma pré-condição para a operação da política monetária é a preservação do próprio padrão monetário.

O papel informativo da política econômica nos leva à segunda questão, que trata de perguntar sobre a conveniência – ou necessidade – de políticas inesperadas. Ao contrário da visão novo-clássica, segundo a qual a eficiência de uma política depende da “surpresa” que ela provoca, defende-se aqui que o anúncio prévio dos objetivos do governo e das políticas delineadas para atingi-los, não deve implicar na ineficácia de tal política.<sup>10</sup> Poderia, ao contrário, aumentar sua eficácia, pois o governo indicaria aos agentes quais seriam os valores buscados para as variáveis sob influência da política econômica. Referindo-se à política monetária, Keynes afirma:

*“I attach enormous importance particularly in the long period to getting rid of unnecessary secrecy and mystery of all kinds. (...) I think also that greater publicity of all kinds will lead to better understanding by the market of what the Bank’s intentions are, and will facilitate those intentions being carried into effect quicker and with more certainty. It nearly always pays the market to adapt itself to the real intentions of the Bank”* (CWJMK, v. XX: 262-263).

Cabe ainda destacar uma importante diferença, com relação aos objetivos perseguidos pela autoridade monetária. Neste sentido, a eficácia da política não se restringe a seu papel de estabilizar o nível de preços. Se a moeda tem efeitos reais a curto e longo prazos, então os objetivos da política monetária incluem, juntamente com a inflação, variáveis como produto e emprego.<sup>11</sup>

---

<sup>10</sup> Este é um dos pontos em que as visões novo-keynesiana e pós-keynesiana se aproximam.

<sup>11</sup> Para uma análise dos efeitos da política monetária sobre tais variáveis, levando em conta a credibilidade do Banco central, ver Sicsú (1997).

Assim sendo, a questão da credibilidade passa a ser vista sob uma perspectiva distinta. Se o sistema é intrinsecamente instável e requer eventuais intervenções da autoridade monetária, por que atribuir mais credibilidade a uma instituição sem qualquer raio de manobra e que, portanto, não pode atuar quando se faz necessário? *Neste caso, a credibilidade se relacionaria não à percepção de que a política monetária não possa ser alterada, mas sim de que ela seja apropriada a uma conjuntura específica e ao fato de o Banco central poder operar adequadamente as intervenções que se fizerem necessárias.*

De modo geral, a credibilidade de determinada política parece estar associada a sua *consistência*. Para ser considerada consistente, a política monetária deve atender a alguns requisitos.

Primeiramente, deve ser percebida como “correta” e adequada à conjuntura para a qual foi elaborada. É óbvio que tal percepção não é independente da teoria econômica adotada pelos diversos agentes privados e pelos formuladores da política. Parece provável, por exemplo, que uma regra fixa de emissão (*a la* Friedman) possa ser considerada inadequada em um contexto de crise financeira, se uma parcela significativa do público considera necessária uma intervenção do Banco central como emprestador em última instância (*a la* Minsky).

Uma segunda questão, relacionada à anterior, diz respeito à factibilidade dos objetivos traçados. Também aqui se aplicam as observações quanto à adoção de teorias distintas, mas há um complicador adicional, no que se refere às várias “etapas” a serem percorridas entre o anúncio (e implementação) de uma política e a efetivação dos resultados desejados (são os *long and variable lags* a que se refere Friedman). De qualquer modo, a idéia é que não se pode acreditar em uma política que anuncia objetivos percebidos como inatingíveis.

Por fim, a consistência da política monetária também parece depender de sua coerência com outras políticas macroeconômicas (fiscal e cambial, especialmente). Tal coerência diz respeito tanto à compatibilidade entre os objetivos das diversas políticas como às inter-relações que se estabelecem entre elas. Usando um exemplo bastante tradicional: em um país com grande mobilidade de capital e câmbio fixo, qualquer anúncio de política monetária ativa não deveria ter credibilidade, pois não se poderia garantir *a priori* determinada trajetória para a evolução do estoque monetário. Pode-se concluir, neste caso, que as formas de elaboração da

política fiscal e os regimes cambiais vigentes são elementos importantes para definir a consistência – e, conseqüentemente, a credibilidade – da política monetária.<sup>12</sup>

Por outro lado, um elemento ainda a considerar na discussão sobre credibilidade são os instrumentos de que os gestores podem fazer uso na condução e sustentação de determinada política (o que também é discutido na visão ortodoxa). Ou seja, dever-se-ia atribuir maior credibilidade a uma certa política quando se percebe que o governo tem “fôlego” suficiente para sustentá-la, podendo resistir a eventuais movimentos especulativos em sentido contrário.<sup>13</sup>

### **Considerações finais**

Este trabalho procurou discutir – ainda que de forma introdutória – algumas questões ligadas à credibilidade da política econômica, adotando um enfoque alternativo ao *mainstream*. A visão pós-keynesiana oferece um arcabouço analítico que busca incorporar alguns elementos essenciais ao funcionamento de uma economia capitalista e que são ignorados, ou tratados de forma insatisfatória, pela teoria convencional.

A discussão sobre credibilidade e gestão da política econômica adquire novos contornos sob a perspectiva aqui adotada, a partir do reconhecimento da importância de interações entre governo e agentes privados, em um ambiente no qual desempenham papel crucial decisões tomadas com base em expectativas em relação a um futuro incerto. Destacam-se a necessidade de certa flexibilidade na atuação dos *policy makers*, para adaptar a política a conjunturas específicas, e a conveniência de anunciar previamente as metas da política econômica, possibilitando aos agentes a construção de cenários mais claros sobre o futuro.

---

12 Cabe, neste ponto, breve referência às propostas de “independência” do Banco Central. Num sentido estrito, Banco Central independente seria aquele capaz de implementar uma política monetária não subordinada aos interesses do governo. No limite, a política monetária poderia, inclusive, seguir direção contrária à pretendida pelo governo na elaboração de outras políticas, como a fiscal. Segue-se, então, uma questão: a “independência” do Banco Central levaria a um aumento da credibilidade da política monetária, mesmo podendo reduzir a coerência entre as diversas políticas macroeconômicas? Segundo a perspectiva adotada neste trabalho, a resposta não deve ser necessariamente positiva.

13 Um bom exemplo é a política cambial no Plano Real, em que a presença de elevados volumes de reservas internacionais conferia ao Banco Central certa capacidade de controlar a paridade real-dólar.

Por outro lado, há ainda alguns pontos não abordados neste trabalho e que podem acrescentar novos elementos para explicar a construção da credibilidade. Primeiramente, o reconhecimento da multiplicidade de um governo “real” e a conseqüente possibilidade de divergências internas na formulação da política econômica. Caberia então perguntar quais são as formas de decisão e que impactos isso teria sobre a credibilidade.

Em segundo lugar, convém discutir questões ligadas à representatividade e legitimidade do governo. Isto é, que interesses são representados, qual é o espaço de interação entre governo, sociedade civil, *etc.* Assim, é importante recorrer a variáveis políticas e institucionais que, todavia, ultrapassam o escopo deste trabalho e poderão ser tratadas em pesquisas futuras.

#### **Referências bibliográficas**

- BARRO, R., GORDON, D. Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy. 1983. Reimpresso em: PERSSON, T., TABELLINI, G. (Ed.). *Monetary and fiscal policy*. v. 1: Credibility. Cambridge, Mass.: The MIT Press, 1994.
- BLACKBURN, K., CHRISTENSEN, M. Monetary policy and policy credibility: theories and evidence. *Journal of Economic Literature*, v. XXVII, Mar. 1989.
- CARVALHO, F. C. *Mr. Keynes and the post-keynesians*. Edward Elgar, 1992.
- \_\_\_\_\_. Temas de política monetária keynesiana. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 15, n. 1, p. 33-61, 1994.
- \_\_\_\_\_. *Economic policies for monetary economics*. Rio de Janeiro: UFRJ. IEI, 1995. (Textos para discussão IEI/UFRJ, n. 331).
- CODDINGTON, A. *Keynesian economics: the search for first principles*. Allen & Unwin, 1983.
- DAVIDSON, P. Why money matters: lessons from a half century of monetary theory. *Journal of Post-Keynesian Economics*, 1978.
- DAVIDSON, P. Reviving Keynes's revolution. *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. VI, n. 4, Summer 1984.
- FAZZARI, S., MINSKY, H. Domestic monetary policy: if not monetarism, what? *Journal of Economic Issues*, v. XVIII, n. 1, Mar. 1984.
- HAHN, F. *Money and inflation*. Cambridge, Mass: The MIT Press, 1981.
- \_\_\_\_\_. *Equilibrium and macroeconomics*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1984.

- KEYNES, J. M. *The collected writings of John Maynard Keynes*. London, s.d. (indicados no texto por CWJMK, seguido do número do volume).
- \_\_\_\_\_. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Atlas, 1982.
- KYDLAND, F., PRESCOTT, E. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, v. 85, n. 3, 1977.
- LOHMANN, S. Optimal commitment in monetary policy: credibility versus flexibility. *American Economic Review*, v. 82, n. 1, Mar. 1992.
- LUCAS, R. *Studies in business cycle theory*. Cambridge, Mass.: The MIT Press, first paperback edition, 1983.
- \_\_\_\_\_, SARGENT, T. (Ed.). *Rational expectations and econometric practice*. Minneapolis: University of Minnesota Press, 1981.
- MANKIW, N. G., GORDON, D. (Org.). *New Keynesian economics*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1991.
- MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale, 1986.
- PERSSON, T., TABELLINI, G. (Ed.). *Monetary and fiscal policy*. v. 1: Credibility. Cambridge, Mass.: The MIT Press, 1994.
- ROGOFF, K. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. 1985. Reimpresso em: PERSSON, T., TABELLINI, G. (Ed.). *Monetary and fiscal policy*. v. 1: Credibility. Cambridge, Mass.: The MIT Press, 1994
- SICSÚ, J. Reputação das autoridades monetárias e credibilidade das suas políticas: uma abordagem pós-keynesiana. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 27, n. 1, 1997.
- TOBIN, J. Policies, expectations and stabilization. In: *ASSET accumulation and economic activity*. Oxford: Basil Blackwell: The University of Chicago Press, 1980.
- WALSH, C. Optimal contracts for central bankers. *American Economic Review*, v. 85, n. 1, Mar. 1995.