

Reputação das Autoridades Monetárias e Credibilidade das suas Políticas: uma Abordagem Pós-keynesiana

João Sicsú

Do Instituto de Economia da UFRJ

RESUMO

Para Keynes e os pós-keynesianos, a política monetária é capaz de realizar duas importantes tarefas: combater a inflação e reduzir o desemprego. Faltam, contudo, ao arcabouço teórico pós-keynesiano de intervenção monetária, desenvolvimentos a respeito das expectativas dos agentes em relação, especificamente, às políticas monetárias. O artigo apresenta uma série de situações em que tais expectativas alteram os resultados esperados das políticas monetárias ou, até mesmo, anulam sua eficácia. O que se pretende incorporar são lições extraídas dos conceitos de reputação e credibilidade cujos conteúdos têm sido desenvolvidos pelo mainstream da ciência econômica representado pela teoria novo-clássica.

PALAVRAS-CHAVE

Keynes e pós-keynesianos, política monetária, credibilidade e reputação

ABSTRACT

According to Keynes and post keynesians, monetary policy is able to realize two important tasks: to reduce unemployment and to cut off inflation. However, the post keynesian instrumental of monetary policy does not have faced discussions on forward-looking expectations to authority's monetary actions. This article shows up some situations where these expectations change the expected results of monetary policy or still can cancel its efficacy. One intends to incorporate lessons learned with the concepts of reputation and credibility developed by new classical economics.

KEY WORDS

Keynes and the post keynesians, monetary policy, credibility and reputation

INTRODUÇÃO

No conhecido artigo *A Monetary Production Economy*, Keynes definiu o objeto que chamava de economia monetária. Segundo ele:

“... é uma economia na qual a moeda joga papel próprio e afeta motivos e decisões e é, em resumo, um dos fatores operativos na situação, tal que o curso dos eventos não pode ser predito, seja no longo período seja no curto, sem um conhecimento do comportamento da moeda entre o primeiro e o último estado. E é isso que nós podemos dizer quando falamos de uma economia monetária.”(CW, v. 13, p. 408-9 - grifos do autor)

Como subproduto dessas idéias, afirmou: *“...não existe uma única posição de equilíbrio de longo período igualmente válida sem se considerar a política da autoridade monetária. Pelo contrário, existem várias posições correspondentes a diferentes políticas [monetárias].”*(CW, v. 29, p. 55 - grifou-se o original). Em síntese, a posição adotada por Keynes pode ser resumida em dois tópicos. Ele assumiu: (i) a não neutralidade da moeda no curto e no longo período e, em consequência, que (ii) a política monetária tem objetivos não somente nominais, visa ao produto e ao nível de emprego. Os argumentos apresentados nesse artigo apóiam-se nessas posições e nos seus progressos teóricos realizados pela escola pós-keynesiana.¹ Portanto, rejeitam-se a hipótese da existência da taxa natural de desemprego friedmaniana e os desenvolvimentos da economia novo-clássica referentes à ineficácia da política monetária.²

Assume-se que se a economia se encontra numa posição aquém do pleno emprego, as restrições impostas pelo sistema monetário e financeiro, mais que a falta de recursos reais, podem ter se transformado na barreira efetiva à expansão da atividade econômica, seja porque a taxa de juros está estimulando a composição de portfólios mais líquidos,³ seja porque não existe complacência das autoridades monetárias

1. Progressos teóricos em direção à definição do conceito de economia monetária podem ser encontrados em KREGEL (1980), DAVIDSON (1984) e CARDIM DE CARVALHO (1992, cap. 3). Desenvolvimentos referentes à política monetária sugerida por Keynes são encontrados, por exemplo, em CHICK (1983, caps. 11 e 18), CARDIM DE CARVALHO (1992, cap. 12) e MINSKY (1986, caps. 12 e 13).
2. Sobre a definição do conceito de taxa natural de desemprego ver FRIEDMAN (1968). E sobre os desenvolvimentos da economia novo-clássica referentes à ineficácia da política monetária ver, por exemplo, SARGENT & WALLACE (1981).
3. Sobre o papel da taxa de juros como elemento estimulador da composição de portfólios líquidos, ver CW (v. 14, p. 109-23).

com a avidez por adquirir ativos reais dos potenciais investidores. (DAVIDSON, 1978, p. 244) Nesse último caso, se as autoridades monetárias não concedem reservas ao sistema bancário, para que esse possa tornar elegível, as operações-*finance* demandadas pelas decisões de investimento, a falta de moeda-crédito abortará o processo de crescimento, mesmo que existam recursos reais disponíveis.

Poderia ser questionado, então, por que autoridades monetárias desejariam restringir a oferta de moeda que, por sua vez, pode limitar a aquisição de ativos reais - mesmo quando esses ativos estão disponíveis. Davidson (1978, p. 245) ofereceu uma resposta apoiada nos escritos de Keynes: como reprodutor último de meio de troca, o governo e o seu banco central acreditam que é seu dever preservar o poder de compra da moeda - entretanto, como sabem que não podem determinar os preços de cada mercadoria e os salários monetários de cada categoria profissional da economia, controlam indiretamente o nível geral de preços e salários administrando a quantidade de gastos da economia em cada período. A receita de Davidson é a seguinte:

“Se as taxas de salários monetários estão crescendo mais rapidamente que a produtividade, o preço de oferta do fluxo de produção em geral está crescendo, então, a força do sistema bancário pode ser usada para criar uma paralisia suficiente nos mercados de trabalho e bens para reduzir, ambas, a demanda truculenta por salários monetários mais elevados por unidade de trabalho e a capacidade de absorção das demandas salariais remanescentes.” (1978, p. 245)

Em suma, para Keynes e os pós-keynesianos a política monetária é capaz de realizar duas importantes tarefas: combater a inflação e reduzir o desemprego. Nas palavras de Keynes, *“as autoridades monetárias podem ter qualquer taxa de juros que objetivem. Mais elevada, quando a inflação tem início (...), e uma mais baixa taxa de juros ... [para fazer] crescer o emprego.”* (CW, v. 27, p. 390) Os instrumentos sugeridos são as reservas bancárias compulsórias e as operações de *open-market*. As primeiras atingem a quantidade física do crédito bancário. As últimas atingem diretamente a taxa de juros relevante para a tomada da decisão privada de investir.

Faltam, contudo, ao arcabouço pós-keynesiano de intervenção monetária, desenvolvimentos teóricos a respeito das expectativas dos agentes em relação, **especificamente**, às políticas monetárias. Tal discussão, em forma esquemática, inexistente nos escritos de Keynes. Esse artigo pretende iniciar a discussão a respeito desse tema. Mas, obviamente, tem-se pleno conhecimento de que os modelos expectacionais de Keynes, apresentados principalmente nos capítulos 5 e 12 da

General Theory, contemplam, de forma genérica, a variável política econômica.⁴ Portanto, o artigo não objetiva incorporar um novo elemento à teoria de Keynes e dos pós-keynesianos. Objetiva, isto sim, iniciar uma discussão, de forma organizada, sobre um tema já presente, mas não suficientemente desenvolvido.

O que se pretende efetivamente incorporar à teoria pós-keynesiana de intervenção monetária são determinadas lições que podem ser extraídas dos conceitos de **reputação** das autoridades monetárias e **credibilidade** das suas políticas - cujos conteúdos têm sido atualmente desenvolvidos pelo *mainstream* da ciência econômica, representado pela teoria novo-clássica. Reconhece-se que é a partir das contribuições da ortodoxia sobre esse tema que se pode construir uma teoria alternativa de intervenção que considere as expectativas em relação à atuação futura das autoridades monetárias como um dos elementos mais relevantes do modelo. Para tanto, na seção seguinte, os conceitos de **reputação** e **credibilidade**, assim como critérios de eficiência da política monetária pós-keynesiana são apresentados e discutidos. Na seção 2 mostra-se a relevância da reputação das autoridades monetárias e da credibilidade nas suas políticas quando o objetivo é estancar processos inflacionários. Na seção 3 faz-se esse mesmo exercício para um contexto em que o objetivo da política monetária é reduzir o desemprego. Na última seção é feito um breve sumário das principais conclusões do artigo.

1. CREDIBILIDADE, REPUTAÇÃO E CRITÉRIOS DE EFICIÊNCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA

1.1 Credibilidade

O trabalho que deu origem à discussão desenvolvida no interior do *mainstream* sobre a problemática que envolve a **credibilidade** de políticas monetárias é de Kydland e Prescott (1994), publicado originalmente em 1977.⁵ Credibilidade tem

4. Explanando sua posição a respeito das expectativas de longo termo, Keynes afirmou “... a prosperidade econômica é excessivamente dependente de uma atmosfera política e social que seja conveniente ao homem-médio de negócios. Se o temor de um Governo Trabalhista ou de um New Deal deprime as empresas, isto não é necessariamente resultado de previsões razoáveis ou de uma manobra com finalidade política; é a simples consequência de um transtorno no delicado equilíbrio do otimismo espontâneo.” (CW, v. 7, p. 162). É óbvio, portanto, que Keynes não desconsiderava as expectativas em relação ao comportamento das autoridades e o efeito das suas políticas econômicas como uma das variáveis que orientam as decisões individuais.

5. Uma coletânea com os trabalhos ortodoxos mais importantes sobre o tema **credibilidade** foi organizada por PERSSON & TABELLINI (1994).

um significado básico para a ortodoxia: uma regra de expansão monetária que mantém a taxa de inflação no patamar zero (aos moldes de Friedman) não será crível se existem, na avaliação dos agentes privados, incentivos ao rompimento da regra. Contudo, para essa visão ortodoxa, sempre existirão incentivos ao rompimento da regra porque *policymakers*, por hipótese, possuem uma propensão a gerar inflação (*inflationary bias*) com o objetivo de reduzir o desemprego corrente em relação ao seu ponto de equilíbrio representado pela taxa natural. Logo, na ausência de *commitment technologies*, o viés inflacionário se expressaria por meio da implementação de políticas monetárias que são ditas dinamicamente inconsistentes com a posição de equilíbrio.⁶ Em suma, qualquer regra monetária carecerá de credibilidade em economias que não possuem *commitment technologies*.

Para Kydland e Prescott, gestores da política monetária, contaminados pelo viés inflacionário,⁷ podem circunstancialmente avaliar que resultados imediatos e passageiros sobre o nível de produto são mais valiosos do que a credibilidade nas regras de política monetária: motivados, por exemplo, por interesses eleitorais podem flexibilizar a política monetária com ações discricionárias expansionistas. Torna-se, entretanto, impossível aos *policymakers* obter qualquer redução do nível de desemprego porque agentes econômicos possuem um modelo subjetivo para a tomada de decisão que considera, inclusive, o modelo decisório (verdadeiro) de

-
6. A expressão *commitment technologies* foi utilizada por PERSSON & TABELLINI (1994, p. 4). Um exemplo de *commitment technology* que, segundo esses autores, disciplinaria a política monetária e eliminaria os incentivos inflacionistas seria a constituição de um banco central independente.
 7. As hipóteses do viés inflacionário e da taxa natural de desemprego, hoje, formam os dois pilares de toda a estrutura teórica ortodoxa novo-clássica. Embora não seja o objetivo desse artigo criticar tais hipóteses, cabe registrar que ambas carecem de coerência teórica e de realismo. São conhecidas as veementes críticas de HAHN (1983 e 1984) à taxa natural de desemprego. E sobre a hipótese do viés inflacionário, PERSSON & TABELLINI (1994, p. 7), dois autores novos-clássicos, afirmaram que, muito embora todo o arcabouço teórico que sustenta a problemática da credibilidade seja impecável, não é possível observar taxas de inflação consideráveis em todos os países e em todos os tempos como decorrência do viés inflacionário de governantes. Justificaram esse incômodo imposto pela realidade, aduzindo que “a razão pela qual nós observamos taxas de inflação relativamente baixas ... deve ser que sociedades têm a capacidade para desenvolver alguns mecanismos que minoram os incentivos [inflacionistas] e tornam os problemas da credibilidade menos sérios.”(p. 7-8). Contudo, tal justificativa parece extremamente frágil. Assim, a questão não é se uma economia possui (ou não) viés inflacionário e se possui (ou não) mecanismos de *commitment technology*, mas apenas se uma economia tem inflação (ou não): se existem taxas de inflação consideráveis é porque o viés inflacionário não é contido por instrumentos de *commitment technologies*, se tais taxas inexistem é porque o contrário vigora. Mas, quais são esses instrumentos? Essa é a questão central! Diante dessa pergunta, os autores apenas afirmaram que “torna-se interessante estudar quais são exatamente esses mecanismos, particularmente porque ... a eficiência desses mecanismos parece variar através dos tempos e das sociedades.”(1994, p. 8). Resumo da ópera: as desculpas de Persson e Tabellini levam apenas ao lugar comum: algo existe em certas economias que explica a ocorrência de taxas de inflação desprezíveis.

política monetária **não-crível** das autoridades. Nas palavras de Kydland e Prescott, “*tudo o que é necessário para o nosso argumento é que agentes tenham algum conhecimento de como as decisões dos policymakers mudarão como resultado de mudanças nas condições econômicas.*” (p. 35-6 - o primeiro termo da frase foi grifado pelos autores) Assim, qualquer política monetária expansionista é antecipada e anulada em termos reais, seus efeitos são somente sobre o nível de preços.⁸

Uma política monetária crível, na ótica da teoria novo-clássica mais moderna, seria aquela definida por regras que os agentes acreditam que serão mantidas: credibilidade é oposto de flexibilidade. Conseqüentemente, restaria à teoria macroeconômica ortodoxa a tarefa de criar instrumentos que tenham a capacidade de: (i) inibir o viés inflacionário e, simultaneamente, (ii) aumentar a credibilidade das regras monetárias.⁹

A despeito de todas as críticas que, porventura, possam ser lançadas contra os modelos novos-clássicos muito em moda, que tratam do problema da credibilidade, uma importante lição pode ser extraída de suas proposições para a construção de modelos pós-keynesianos de intervenção monetária: a falta de credibilidade nas políticas monetárias pode dificultar ou, até mesmo, impedir que um determinado objetivo, por exemplo, a estabilidade de preços ou a redução do desemprego, possa ser realizado. O sucesso da política monetária dependeria em grande parte da crença pública na sua factibilidade. Em outras palavras, as expectativas dos agentes em relação a uma determinada política monetária podem determinar os seus efeitos. Inúmeros são os trabalhos da ortodoxia novo-clássica que tratam dessa problemática. E deve-se reconhecer que foi uma novidade em termos da teoria econômica a abertura de um campo de estudos específico sobre as expectativas dos agentes em relação **exclusivamente** à política monetária.

-
8. O argumento de KYDLAND & PRESCOTT (1994) é um avanço na estrada do *mainstream* para mostrar que políticas monetárias discricionárias são ineficazes e seu uso por parte de *policymakers* deve, portanto, ser impedido. Enquanto SARGENT & WALLACE (1981), em artigo publicado originalmente em 1975, mostraram que somente políticas monetárias que causam surpresa poderiam provocar efeitos reais (ainda que passageiros), Kydland e Prescott mostraram que é impossível haver surpresa porque o modelo que processa as expectativas racionais dos agentes leva em consideração, também, o modelo decisório (objetivo) dos *policymakers*. O que cabe ser perguntado a Kydland e Prescott é: somente *policymakers* desconhecem que não são capazes de surpreender os agentes e continuam inflacionando as economias sem saber que não conseguirão causar impacto nas variáveis reais? *Policymakers* sabem que o público conhece o seu modelo de tomada de decisão? Se a resposta a essa última pergunta for negativa, o modelo de Kydland e Prescott estaria assumindo que todos os agentes formam expectativas racionais, menos os *policymakers*! Se a resposta for positiva, o modelo careceria de lógica interna!
 9. As proposições em torno do tema **delegação da política monetária**, apresentadas nos modelos de organização de bancos centrais independentes, demonstram o esforço do *mainstream*, que visa ao aumento da credibilidade das regras monetárias. Uma resenha, assim como uma avaliação crítica desses modelos podem ser encontradas em SICSÚ (1996).

1.2 Reputação

A problemática referente à **reputação** das autoridades monetárias foi tratada por Barro e Gordon (1994) - em artigo publicado originalmente em 1983. Esses autores mostraram que *policymakers* estão diante de um complexo problema: a implementação de políticas monetárias discricionárias (políticas que causam surpresas aos agentes) colhe benefícios presentes (que são passageiros) em termos de variáveis reais. Entretanto, essa implementação atavaria as expectativas inflacionárias dos agentes de tal forma que no futuro se teria uma economia em posição permanente de equilíbrio à taxa natural de desemprego, com taxas de inflação mais elevadas (compatíveis com o comportamento progressivo das autoridades). Assim, há um custo futuro, que é a contrapartida do benefício corrente. Esse custo constitui-se numa força inibidora da capacidade discricionária, chamada **força reputacional** - tal força pode inclusive ser, na visão de Barro e Gordon, uma substituta perfeita das *commitment technologies*: o viés inflacionário dos *policymakers* seria amainado pelas forças reputacionais.¹⁰

Pode-se afirmar que o trabalho desenvolvido por Barro e Gordon (1994) iniciou uma discussão sobre um tema também inédito e extremamente relevante para a teoria econômica. Dele podem ser extraídas algumas lições para modelos pós-keynesianos de intervenção monetária: (i) *policymakers* estão envolvidos em repetidos movimentos de ação-e-reação com o setor privado e tais movimentos interativos, por sua vez, constroem uma ligação indissolúvel entre as políticas monetárias adotadas e as expectativas dos agentes em relação à atitude das autoridades monetárias no futuro; (ii) uma política monetária adotada e considerada incorreta pelos agentes privados impõe restrições (custos) à implementação de novas políticas monetárias - perda de reputação reduz a quantidade de graus de liberdade das autoridades monetárias para ações futuras - e, portanto; (iii) a possibilidade de perda de reputação impõe reflexões mais profundas sobre as políticas monetárias a serem implementadas já que um erro modificaria o estado expectacional dos agentes em um sentido provavelmente conflitante com uma política monetária a ser adotada no futuro. Esses três tópicos serão vastamente discutidos a partir da próxima subseção.

10. Uma importante crítica foi feita a esse modelo. Segundo PERSSON & TABELLINI (1994, p. 14-5), o modelo de Barro e Gordon é totalmente *institution-free*. Persson e Tabellini assumiram que o formato institucional de uma economia pode limitar (ou não) o seu viés inflacionário: a intensidade do viés não seria independente das regras e instituições. Portanto, diferentemente de Persson e Tabellini, Barro e Gordon considerariam, por exemplo, que a constituição de um banco central independente seria desnecessária porque o viés inflacionário poderia ser suficientemente abrandado apenas pelas forças reputacionais. Tal dedução é reforçada pelas conclusões de BARRO (1994): um *weak policymaker* (isto é, um agente contaminado pelo vírus do viés inflacionário) ou um *strong policymaker* (isto é, equivalente a um presidente de banco central independente), ambos teriam o mesmo comportamento. A explicação é simples: o primeiro seria reprimido pelas forças reputacionais tal como o segundo.

Os conceitos expressos pelo binômio credibilidade-reputação, tão aplicados aos modelos ortodoxos mais recentes, são inteiramente desprezados pelo pensamento pós-keynesiano. Apropriar-se exclusivamente das lições extraídas desse binômio não significaria, para os economistas pós-keynesianos, aceitar as hipóteses básicas do monetarismo: a taxa natural de desemprego e o viés inflacionário e, em consequência, aceitar a ineficácia da política monetária no curto e no longo período. Possibilitaria, tão-somente, iniciar o desenvolvimento teórico de um tema (quase que) omitido nos modelos de política econômica inspirados nas idéias de Keynes: a relação entre agentes, *policymakers* e suas políticas. Esses modelos heterodoxos enfatizaram sempre a necessidade de intervenção do Estado na economia, o espaço de intervenção, a forma de operação das políticas econômicas e os mecanismos de transmissão. Muito pouco se pode absorver dos trabalhos pós-keynesianos sobre a interação entre agentes privados, autoridades governamentais e suas decisões.¹¹ Esse tema tem sido apropriado e dominado pela ortodoxia novo-clássica.

1.3 Critérios de Eficiência

No modelo pós-keynesiano de política econômica, o uso discricionário de instrumentos monetários não é considerado um erro teórico, uma inocuidade política ou uma impossibilidade prática. A política monetária pode alterar, definitivamente, além da variável preço, a taxa corrente de desemprego via administração da demanda global. Portanto, para a teoria da política econômica pós-keynesiana definir critérios de eficiência para a política monetária que incorporem as lições extraídas dos conceitos credibilidade-reputação é um exercício teórico necessário. Uma política monetária eficiente seria aquela que, primeiro, persegue um objetivo não-ambíguo, segundo, cria o mínimo de espaço de utilização-contraditória entre seus instrumentos e os instrumentos de política fiscal e, terceiro, emite o máximo de sinais aos agentes a fim de estimulá-los a agir no mesmo sentido da direção apontada/adotada pelas autoridades. Tais critérios foram apresentados por Keynes - entretanto, aparecem de forma dispersa e, às vezes, obscura nos seus escritos. A partir desses critérios, podem ser feitas duas afirmações: primeiro, políticas monetárias (in)eficientes serão consideradas pelos agentes como (não-)factíveis, isto é, (não-)críveis e, segundo, autoridades monetárias sem (ou com baixa) reputação perante o público enfrentarão sérias dificuldades no desempenho de suas funções, inclusive quando pretenderem implementar políticas *a priori* eficientes. Essas afirmações serão amplamente debatidas a seguir, assim como serão exemplificadas nas duas seções seguintes.

11. CHICK (1983, caps. 11 e 18) é uma exceção. Cabe, entretanto, destacar que esse trabalho não objetivou fazer uma apresentação sistematizada sobre o tema em discussão.

Em uma economia em que a moeda não é neutra, nem no curto nem no longo período, tal como definida por Keynes, um *policymaker* para manter e adquirir reputação deve enfrentar e solucionar os problemas que estão ao seu alcance: a inflação e o desemprego. A mera tentativa de solucionar os problemas não seria suficiente para aquisição de prestígio e autoridade perante o público. É necessário que o *policymaker* seja bem-sucedido para que efetivamente adquira reputação, já que esta é, acima de tudo, avaliada pelo público com base no desempenho (sucesso *versus* insucesso) pregresso. No modelo pós-keynesiano, as **forças reputacionais** têm também o seu conteúdo alterado em relação à definição de Barro e Gordon (1994): as forças reputacionais são, agora, as forças que inibem as decisões de política monetária que levam à perda de prestígio e autoridade. Para Barro e Gordon (1994), elas representavam simplesmente as forças inibidoras do discricionarismo. Similarmente, para os pós-keynesianos devem representar as forças inibidoras do uso irresponsável e incorreto dos instrumentos de política monetária.

Para a visão keynesiana aqui assumida, uma elevada reputação dos *policymakers* contribuiria para o aumento da credibilidade nas suas políticas monetárias. Reputação refere-se ao comportamento pregresso das autoridades monetárias. Reputação é uma variável *backward-looking*. Credibilidade é uma variável *forward-looking*, que depende do julgamento dos agentes em relação à factibilidade de políticas a serem implementadas. A credibilidade é alimentada pela reputação conquistada. Contudo, não é determinada exclusivamente pelo comportamento passado. Uma política considerada ineficiente pelo público teria a sua credibilidade comprometida, embora pudesse estar sendo implementada por autoridades monetárias com (elevada) reputação - até então. Entretanto, a aplicação de uma política ineficiente, portanto, não-crível, reduziria o grau de reputação das autoridades monetárias. Nessas condições, as autoridades enfrentariam dificuldades para desenvolver novas políticas monetárias no futuro. Nesse sentido, as forças que jogam a favor da manutenção da reputação representariam um incentivo à aplicação de políticas eficientes, críveis: dado que existe uma permanente interação entre *policymakers* e agentes privados, políticas monetárias incorretas reduziriam a possibilidade de execução de políticas eficientes no futuro. Autoridades monetárias com baixa (ou sem) reputação enfrentariam, assim, sérias dificuldades porque suas políticas seriam *a priori* consideradas não-factíveis.

No modelo pós-keynesiano, *policymakers* sabem que podem ter a necessidade de utilizar, de forma discricionária no futuro, instrumentos de política monetária, assim, devem valorizar a manutenção da reputação que será perdida no caso de ocorrência de erros cometidos no passado ou no presente. As forças reputacionais são, portanto, um estímulo a uma análise mais apurada e responsável das políticas

monetárias a serem implementadas. Dessa forma, uma eventual tentativa dos *policymakers* em desenvolver políticas mediante processos de ajustamento via *tatonnement* seria inibido (e, possivelmente, contido) em função das mudanças expectacionais provocadas pelas decisões da autoridade monetária, que poderiam representar uma restrição a sua própria ação futura. Ademais haverá, ainda, uma impossibilidade: intervenções monetárias na economia causariam mudanças no estado das expectativas em relação às autoridades e suas políticas e, portanto, alterariam os contextos; logo, não se poderia tentar uma nova política monetária no mesmo contexto da velha política. Por conseguinte, em contextos em que as forças reputacionais são uma variável-chave, processos de *tatonnement*, que visam alcançar a mais adequada política, não poderiam ser aplicados pelas autoridades monetárias. Tais processos se transformariam numa impossibilidade, já que decisões de política monetária são decisões cruciais, transformam o contexto expectacional em que operam.¹²

Do ponto de vista do pensamento pós-keynesiano, autoridades monetárias deveriam aceitar a pressão das forças reputacionais, mantendo, conseqüentemente, uma posição privilegiada para implementar políticas eficientes, críveis. Se *policymakers* agissem por um longo período, mantendo a sua reputação e, simultaneamente, implementando políticas com credibilidade, possivelmente poderiam tornar mais próxima a situação que Keynes considerou muito bem-vinda. Assim Keynes definiu essa situação:

“o dia ... em que os princípios do banco central serão completamente removidos da controvérsia popular e serão considerados como um tipo de técnica benéfica de controle científico tal como é a eletricidade ou outros ramos da ciência. No presente, o sentimento de todos nós em relação aos problemas do banco central representam, eu penso, um estágio muito primitivo do conhecimento, e se nós pudéssemos penetrar em um estágio mais avançado do conhecimento muitos dos medos legítimos [que geram] pressões incorretas ... gradualmente desapareceriam.”(CW, v. 20, p. 263)

12. Aqui há uma analogia com a expressão **decisão crucial** cunhada por G. Shackle. Essa expressão originalmente refere-se, contudo, a decisões de investimento que, por sua vez, alteram **definitivamente** os contextos em que são realizadas.

2. RESTRIÇÃO MONETÁRIA E O COMBATE À INFLAÇÃO

2.1 A Ação Eficiente de uma Autoridade Monetária com Reputação

Em geral, as despesas com fornecedores e o pagamento da folha salarial antecedem as receitas provenientes das vendas de uma firma. Essa é uma característica do sistema de produção de uma economia monetária: o descasamento de prazos de recebimentos e pagamentos. Portanto, firmas se dirigem aos bancos quotidianamente para captar recursos para atender suas despesas correntes. Nesse sentido, firmas não vão aos bancos devido à falta de saúde financeira, mas sim em função de uma assincronia - buscam a antecipação de fundos necessários para o pagamento dos seus gastos variáveis. Essa é a dinâmica das inter-relações entre bancos e firmas que explica a dependência vital das últimas em relação aos primeiros. Quando o crédito solicitado pela firma é concedido, as reservas do banco emprestador se reduzem ou, até mesmo, se tornam insuficientes. Diante dessa insuficiência, o banco recorre, em última instância, às autoridades monetárias, que podem validar a concessão do crédito passivamente ou indicar a sua inadequação impondo taxas punitivas de juros no redesconto.

A dinâmica bancos/firmas abre, portanto, espaço para a implementação de políticas monetárias restritivas antiinflacionárias, tal como descritas anteriormente nas palavras de Davidson. Políticas monetárias de elevação das reservas compulsórias e cobrança de taxas de juros punitivas aos bancos atendidos pelas operações de redesconto tenderiam a racionar o crédito que o sistema bancário poderia oferecer às empresas. De forma complementar, a política monetária contracionista do banco central poderia dificultar a obtenção de recursos, por parte dos bancos junto a terceiros, realizando operações de venda de títulos públicos. Se autoridades monetárias com reputação anunciassem a adoção dessas políticas restritivas antiinflacionárias, e essas, por sua vez, fossem consideradas eficientes (factíveis) por trabalhadores e empresários, o resultado seria o imediato estancamento do processo inflacionário. Anunciadas as novas condições monetárias, o conjunto dos agentes saberia que não existiria crédito bancário suficiente para manter a mesma produção com insumos a preços reajustados e a mesma quantidade de trabalhadores empregados recebendo salários reajustados. Portanto, optariam pela estabilização em detrimento da estagflação. Logo, se as autoridades possuísem reputação e suas políticas tivessem credibilidade, a estabilização tornar-se-ia indolor: não causaria falências nem demissões.

2.2. A Ação Ineficiente de uma Autoridade Monetária sem Reputação

Se uma política antiinflacionária de restrição monetária fosse anunciada e implementada por uma autoridade sem reputação, tal política seria considerada pelos agentes como não-factível: a contração monetária seria considerada, em princípio, um evento meramente passageiro porque autoridades monetárias sem reputação **não cumprem o que anunciam** - daí exatamente vem a sua falta de reputação. Logo, autoridades sem reputação implementariam uma política antiinflacionária ineficiente porque os sinais emitidos não estimulariam decisões de preços consistentes com o objetivo da política monetária. Então, se o crédito fosse, de fato, racionado e os preços e salários mantivessem os movimentos de reajuste, o resultado seria a impossibilidade da realização da produção à mesma escala do período imediatamente anterior. Como trabalhadores e empresários considerariam que a política contracionista é temporária, resistiriam à finalização do processo de reajustes nominais, causando, conseqüentemente, recessão, ou melhor, gerando estagflação. A falta de credibilidade na política monetária antiinflacionária implementada, que seria decorrente da falta de reputação dos *policymakers*, determinaria, por conseguinte, o tamanho da recessão que seria experimentada pela economia.

Se as autoridades resolvessem, efetivamente, manter a política antiinflacionária perderiam mais reputação em função da insatisfação social que caracteriza uma recessão. O público consideraria que as autoridades estariam colhendo um duplo insucesso: os agentes avaliariam, inicialmente, que a política antiinflacionária seria tão incorreta que além de não derrubar a inflação ainda estaria causando desemprego. Posteriormente, com o agravamento da recessão, se os agentes se persuadissem de que a política de restrição monetária seria mantida produzindo um contexto em que a manutenção da inflação seria vista como sinônimo de mais recessão, os efeitos da política antiinflacionária tenderiam a passar da produção para os preços. Esse seria um sinal do aumento da credibilidade da política antiinflacionária. E se a estabilização fosse alcançada, tal evento representaria para os *policymakers* uma reconquista de pontos na escala do público que mede a reputação. Em resumo, autoridades com baixa (ou sem) reputação podem fazer a economia alcançar a estabilização, entretanto, a custos sociais bem mais elevados do que autoridades com elevada reputação perante o público.

2.3 A Ação Ineficiente de uma Autoridade Monetária com Reputação

Autoridades monetárias com reputação nem sempre implementam políticas de restrição monetária antiinflacionária críveis. Políticas que não cumprem os critérios de eficiência seriam consideradas não-críveis independentemente do grau de

reputação dos *policymakers* que poderiam implementá-las. Uma política monetária contracionista com objetivos ambíguos seria considerada pelos agentes como uma política não-factível. Vislumbrar-se-ia essa ambigüidade quando, por exemplo, as autoridades anunciassem que iriam combater a inflação com políticas de restrição monetária, mas que evitariam a qualquer custo o aumento do desemprego. Essa mensagem seria decodificada pelos agentes como: se houvesse alguma resistência por parte do mercado à estabilização, não haveria qualquer punição na forma de demissões e redução da produção. Diante da falta de um estímulo efetivo à quebra do processo de reajustes de preços e salários, em virtude da falta de credibilidade na política antiinflacionária anunciada, todos manteriam suas regras comportamentais precificadoras. Portanto, políticas monetárias ineficientes podem se transformar em políticas sem eficácia.

Nesse contexto de política antiinflacionária com objetivos ambíguos, do ponto de vista individual, cada agente consideraria que seria, até mesmo, perigoso uma decisão isolada de rompimento com a cadeia inflacionária - isto poderia levar a perdas, talvez irrecuperáveis, de posição relativa. Ao não indicar um objetivo prioritário a política monetária não indicaria um caminho de saída coordenada da inflação. Logo, o contracionismo monetário não incentivaria decisões individuais antiinflacionárias e nem puniria os que optassem por se manter no processo de reajustes de preços e salários. Nessa situação, apesar do contracionismo monetário, o público manteria a sua política de reajuste de preços e salários, mantendo, assim, o movimento inflacionário em curso à espera de um afrouxamento creditício a partir do momento em que a recessão apresentasse seus primeiros e mais tênues sinais sociais negativos.

Uma política monetária antiinflacionária que cria um espaço considerável de utilização-contraditória entre seus instrumentos e os instrumentos de política fiscal seria considerada, também, como uma política sem credibilidade - independentemente do grau de reputação das autoridades que pudessem vir a adotá-las. Nos Estados Unidos e na Alemanha, no início dos anos 1980, ocorreram conflitos dessa natureza. Em ambos os países foram implementadas políticas monetárias restritivas para combater a inflação e políticas fiscais expansionistas para combater o desemprego. Blackburn e Christensen (1989, p. 27-28), dois autores ortodoxos, afirmaram corretamente que, diante da possibilidade de disputa entre o BC e as autoridades fiscais, o problema da credibilidade não pode se referir exclusivamente à política monetária: se um conflito emerge, todas as políticas perderão credibilidade pelo simples fato de que serão consideradas não-factíveis e, dessa forma, gerarão incerteza aos agentes privados.

Em contextos de conflito, as expectativas tornar-se-iam mais elásticas. Contextos futuros com três eventos diferentes e com diversas intensidades poderiam ser vislumbrados: estagflação, estabilização ou a manutenção da inflação. Portanto, as possibilidades de erros expectacionais (e, conseqüentemente, quebras ou falências) aumentariam - então, a mais racional e legítima decisão de investimento seria a **não-decisão**. E, devido à falta de credibilidade nas políticas gerada pela existência de conflitos, as melhores decisões de preço e produção seriam as decisões estritamente convencionais. Cada agente seguiria o caminho que consideraria que os demais estariam seguindo. Afinal, é um comportamento racional aceitar uma perda em conjunto com o mercado; seria irracional tentar vencer o mercado isoladamente (correndo o risco de não ser bem-sucedido). Quando as expectativas são elásticas, o convencionalismo teorizado por Keynes é ainda mais válido: “*nós assumimos que o estado existente de opinião expresso em preços e no caráter da produção é baseado em um sumário correto do futuro prospectivo, então aceitamos esse estado existente a menos que e até que alguma coisa nova e relevante surja no contexto.*”(CW, v. 14, p. 114)

2.4 Reputação e Sinais Emitidos pelas Autoridades Monetárias

Uma política monetária antiinflacionária eficiente deve, além de tudo, emitir o máximo de sinais aos agentes a fim de estimulá-los a agir no mesmo sentido da direção apontada pelas autoridades. *Policymakers* que possuem elevada reputação perante o público podem emitir sinais mais nítidos ao público. Autoridades com reputação emitiriam sinais que seriam entendidos pelos agentes como sinais de comando. O simples anúncio de que métodos antiinflacionários eficientes seriam utilizados estimularia os agentes a estancar a inflação. Quanto mais intensa fosse a publicidade do banco central maior seria, por sua vez, o estímulo privado e menor teria que ser a intensidade e o tempo de utilização dos instrumentos monetários. Keynes, referindo-se ao funcionamento que considerava correto para o *Bank of England*, afirmou: “*penso que ... quanto maior for a publicidade de todos os tipos, ocorrerá um melhor entendimento pelo mercado de quais são as intenções do Bank, e isto facilitará que tais intenções sejam realizadas mais rapidamente e com mais certeza.*”(CW, v. 20, p. 262-3)

Autoridades sem reputação não podem transformar a publicidade das suas intenções em sinais de comando. O anúncio de intenções estabilizadoras seria visto com indiferença pelos agentes econômicos. E até mesmo uma política monetária contracionista seria vista, pelo menos em um primeiro momento, como não-crível. Portanto, sem o auxílio das decisões individuais privadas as autoridades públicas teriam que utilizar com mais intensidade e por mais tempo os instrumentos de política monetária. Logo, *policymakers* com baixa (ou sem) reputação não poderiam implementar uma política monetária antiinflacionária integralmente eficiente.

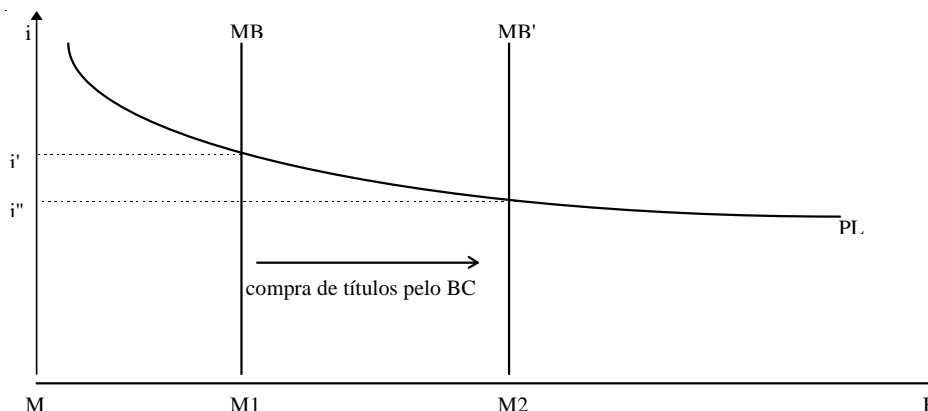
Embora pudessem implementar uma política restritiva com objetivo não-ambíguo e acionar instrumentos monetários não conflitantes entre si e com os instrumentos fiscais, jamais emitiriam sinais considerados pelo público como sinais de comando.

3. OPERAÇÕES DE OPEN-MARKET E A REDUÇÃO DO DESEMPREGO

No modelo de Keynes e dos pós-keynesianos a política monetária capaz de reduzir o desemprego deve ser operada no mercado de títulos públicos. Nas palavras de Keynes: “*é por intermédio do motivo-especulação que a administração monetária ... é exercida para apoiar o sistema econômico.*” (CW, v. 7, p. 196) Uma operação de compra de títulos por parte das autoridades monetárias, *ceteris paribus*, aumenta a quantidade de moeda para o motivo especulação e reduz a taxa de juros. Investidores podem capturar essa nova quantidade de moeda lançando ativos financeiros remunerados a uma taxa superior à taxa de juros dos ativos governamentais. Assim, parte dos agentes-especuladores recomporia sua carteira de ativos em função das mudanças provocadas pelo banco central na circulação financeira - recursos de agentes que detinham ativos plenamente líquidos seriam transferidos para a compra de ativos financeiros privados menos líquidos, porém mais rentáveis. Ademais, investidores potenciais estariam induzidos a comprar ativos de capital em função da redução da remuneração dos títulos públicos. É, portanto, via taxa de juros que a política monetária afeta o investimento e reduz o desemprego.

O Gráfico 1 descreve uma operação de *open-market* que reduz a taxa de juros. O eixo vertical representa a taxa de juros dos títulos públicos. O eixo horizontal representa a soma de moeda retida para a compra de títulos e a quantidade de títulos retida pelos especuladores: da esquerda para a direita indica-se a quantidade de moeda (M) e da direita para a esquerda a quantidade de títulos absorvida pelo mercado (B). A oferta de títulos, que é administrada pelas autoridades públicas, é representada pela função MB. A preferência por moeda e títulos dos agentes-especuladores relacionada à taxa de juros é representada pela função PL. A interseção dessas duas funções determina a taxa de juros (i) e a quantidade de títulos e moeda retida em função do motivo-especulação. Uma operação de compra de títulos por parte do BC é demonstrada pelo deslocamento da função MB para a direita (de MB para MB'). Essa compra reduz a taxa de juros (de i' para i'') e aumenta a quantidade de moeda (de M1 para M2) no mercado de títulos. Se investidores capturassem essa nova quantidade de moeda, vendendo aos agentes especuladores ativos financeiros privados com maior rentabilidade que os títulos públicos, o investimento aumentaria.

GRÁFICO 1



Esse seria, contudo, um tratamento estático da operação da política monetária implementada via *open-market*: uma tratamento que desprezaria a dinâmica expectacional. Quando as lições advindas dos conceitos de reputação/credibilidade e critérios de eficiência são incorporados, os resultados tornam-se diferentes e bem mais interessantes porque a função preferência pela liquidez (PL) também pode se deslocar diante do anúncio das intenções do BC. Keynes já havia alertado que é

“importante distinguir entre mudanças na taxa de juros que ocorrem em função de mudanças na oferta de moeda disponível para o motivo especulação, sem que tenha ocorrido qualquer mudança na função de liquidez, e aquelas que são fundamentalmente devido a mudanças nas expectativas que afetam a função de liquidez. Operações de open-market podem, em verdade, influenciar a taxa de juros através de ambos os canais; já que podem não somente alterar o volume de moeda, mas podem também provocar mudanças expectacionais em relação à política futura do banco central...”(CW, v. 7, p. 197-8)

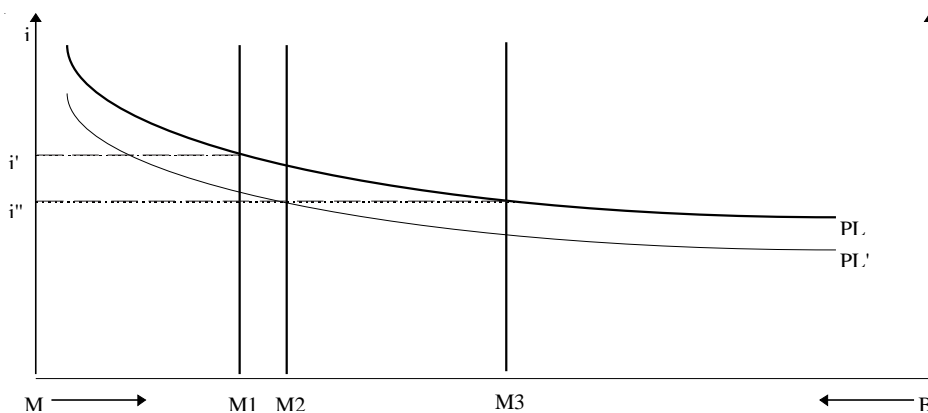
A estabilidade da função preferência pela liquidez depende da estabilidade do conjunto de opiniões referentes à taxa de juros que os especuladores consideram normal. Normalidade é um conceito subjetivo, relacionado com a experiência individual.(CARDIM DE CARVALHO, 1995, p. 26) Então, se por alguma razão uma mudança na política monetária do banco central fosse anunciada e tal mudança fosse interpretada pelos agentes como **permanente**, um número significativo de especuladores mudaria a sua visão do que consideraria normal e a função PL se deslocaria. Logo, o conjunto de opiniões sobre o que seria considerado normal

seria função da reputação das autoridades monetárias e da credibilidade nas suas políticas - tal como será mostrado a seguir. Nesse sentido, a taxa de juros, como disse Keynes, é um fenômeno basicamente psicológico. (CW, v. 7, p. 202)

3.1 A Ação Eficiente de uma Autoridade com Reputação

Se uma autoridade monetária com reputação anunciasse que desejaria reduzir a taxa de juros e que manteria essa taxa em um patamar mais baixo no futuro, esse anúncio afetaria a função liquidez dos especuladores - como indicado no Gráfico 2. Tal função se deslocaria para a esquerda (de PL para PL') em virtude de transações que ocorreriam entre os agentes-especuladores e em função de uma redução das taxas de juros consideradas normais - todos reavaliariam suas convenções para uma posição inferior à situação anterior ao anúncio. Agentes-especuladores, buscando obter ganhos de capital, aumentariam a demanda por títulos no mercado secundário fazendo a taxa de juros de mercado baixar e, simultaneamente, refariam suas convenções, reduzindo suas taxas normais em razão do firme e crível anúncio de que haveria uma queda permanente da taxa de juros de mercado. Se as autoridades monetárias desejassem reduzir a taxa de juros de i' para i'' bastaria, portanto, fazer uma compra de reduzida magnitude: M2-M1 - e não M3-M1. Assim, seria possível que a economia alcançasse uma nova taxa de juros de longo termo mais baixa.

GRÁFICO 2



3.2 A Ação Ineficiente de uma Autoridade sem Reputação

Se uma política de redução da taxa de juros fosse anunciada por uma autoridade monetária sem reputação, tal política seria avaliada pelos agentes como não-factível: **autoridades sem reputação não cumprem o que prometem**. Seria provável que apenas uma quantidade desprezível de transações ocorresse no mercado secundário na busca de ganhos de capital: a curva PL não se deslocaria. Se, contudo, a expansão monetária fosse efetivamente iniciada, o resultado seria a redução da taxa de juros de mercado. Portanto, *“a taxa de juros de curto termo é facilmente controlada pela autoridade monetária, porque não é difícil produzir a convicção que a sua política não mudará bruscamente em um futuro muito próximo...”*(CW, v. 7, p. 203) Contudo, as lições extraídas do binômio reputação-credibilidade, assim como os critérios de eficiência estabelecidos para a política monetária estão relacionados diretamente com a tentativa de reduzir a taxa de juros de longo termo - e como aduziu Keynes: *“... a taxa [de juros] de longo termo pode se mostrar mais resistente quando cai para um certo nível, a qual com base na experiência passada e expectativas presentes da política monetária futura é considerada ‘insegura’ pela opinião representativa.”*(CW, v. 7, p. 203, grifos do autor)

A falta de credibilidade na política monetária expansionista implementada que seria decorrente da falta de reputação dos *policymakers* não implicaria mudanças de convenções: o conceito de normalidade seria mantido. Após a taxa de juros ter atingido um nível considerado (mais baixo e) inseguro, esperar-se-ia que em um futuro não muito distante a política monetária fosse revertida, fazendo com que a taxa de juros retornasse ao patamar (mais elevado e) confiável. Assim, haveria um movimento de antecipação (à suposta política das autoridades) de venda generalizada de títulos entre especuladores, fazendo, assim, a taxa de juros, de fato, subir. Haveria um deslocamento para a direita da função PL. Foi por esse motivo que Keynes afirmou com mais precisão que: *“talvez, seja mais rigoroso dizer que a taxa de juros é um fenômeno altamente convencional, mais que altamente psicológico.”* E concluiu, *“qualquer nível de taxa de juros que é aceita com suficiente convicção como provavelmente ser duradoura, será duradoura.”*(CW, v. 7, p. 203)

Uma autoridade sem (ou com baixa) reputação implementaria uma política que seria entendida pelo agentes como uma política passageira e, segundo Keynes: *“...uma política monetária entendida pela opinião pública como sendo de natureza experimental ou facilmente sujeita a mudanças falha no seu objetivo de reduzir drasticamente a taxa de juros de longo termo...”*(CW, v. 7, p. 203) Então, Keynes concluiu: *“a mesma política, por outro lado, poder ser facilmente bem-sucedida se tal política convence a opinião pública de que é razoável e praticável... e se é implementada por uma autoridade monetária que não está sujeita a ser suplantada.”*(CW, v. 7, p.

203) Em resumo, autoridades com reputação podem reduzir a taxa de juros de longo termo, autoridades sem (ou com baixa) reputação somente podem atuar sobre a taxa de curto termo.

3.3 A Ação Ineficiente de uma Autoridade Monetária com Reputação

Autoridades monetárias com reputação nem sempre implementam políticas críveis de redução da taxa de juros. Políticas que não cumprem os critérios de eficiência serão não-críveis independentemente do grau de reputação dos *policymakers* que podem implementá-las. Uma política monetária expansionista com objetivos ambíguos é considerada pelos agentes como uma política não-factível. Em geral, vislumbra-se essa ambigüidade em contextos de estabilização de processos inflacionários. As autoridades monetárias, por vezes, anunciam que irão combater o desemprego (resultante das políticas antiinflacionárias) com políticas de redução da taxa de juros, mas que evitarão a qualquer preço a retomada do processo inflacionário. Agentes econômicos já aprenderam que, em contextos de estabilização, é impossível aquecer a demanda sem reacender o processo inflacionário. Logo, o expansionismo monetário careceria de credibilidade. Nesses contextos de estabilização e ambigüidade dos objetivos de política monetária os agentes-especuladores manteriam suas avaliações em relação ao que consideram uma taxa de juros normal para o contexto de estabilização, porque, primeiro, saberiam que taxas mais reduzidas seriam incompatíveis com o objetivo da estabilidade e, em segundo lugar, porque saberiam, portanto, que o BC, em breve, teria que voltar ao mercado para enxugar o excesso de moeda em função de um possível reaquecimento do processo inflacionário.

A falta de credibilidade na política monetária causaria, inclusive, um efeito reduzido sobre o investimento e o desemprego. Agentes-ursos não abririam mão da moeda reservada para a compra de títulos no futuro para comprar papéis privados no presente - dadas as expectativas em relação à política monetária futura. A esperança seria de que as autoridades monetárias voltariam ao mercado para vender títulos. Logo, ursos estariam plenamente convictos que suas expectativas em relação à taxa de juros seriam corretas. Assim, potenciais investidores teriam dificuldade para capturar os recursos monetários retidos por ursos. Admite-se que somente uma reduzida parcela de ursos compraria papéis privados, assim como uma pequena parcela dos investidores potenciais decidiria adquirir ativos de capital. Tão logo o investimento, embora reduzido em relação ao potencial da política monetária adotada, aquecesse a demanda e esta, por sua vez, reaquecesse o processo inflacionário, grande parte dos agentes-especuladores confirmariam suas expectativas: o banco central enxugaria moeda no *open-market*.

Uma política monetária expansionista implementada no mercado de títulos que criasse um espaço considerável de utilização-contraditória em relação aos instrumentos de política fiscal seria, também, uma política sem credibilidade, independentemente do grau de reputação das autoridades que poderiam adotá-la. Não se tem registro na história econômica de eventos desta natureza em economias relevantes. Tem-se conhecimento apenas da intenção de Arthur Burns (secretário do Tesouro americano), durante a segunda campanha eleitoral presidencial da década 1950, de pressionar o FED a fazer uma política monetária expansionista para favorecer a candidatura de Nixon, ao mesmo tempo em que o presidente republicano, Eisenhower, promovia um contracionismo fiscal para equilibrar as contas públicas. Entretanto, Eisenhower barrou a tentativa de Burns. Se esse último fosse bem-sucedido nas suas intenções, ter-se-ia um cenário real onde o contracionismo-fiscal e o expansionismo-monetário não possuiriam credibilidade porque seriam considerados, ambos, como não-factíveis.

3.4 Reputação e Sinais Emitidos pelas Autoridades Monetárias

Uma política monetária expansionista eficiente deve, ademais, emitir o máximo de sinais aos agentes a fim de estimulá-los a agir no mesmo sentido da direção apontada pelas autoridades: a redução do desemprego. *Policymakers* que possuem elevada reputação podem indicar suas intenções ao público com mais nitidez. Autoridades com reputação emitiriam sinais que induziriam determinadas reações por parte dos agentes, que seriam consistentes com a meta de redução do desemprego. Quanto mais intensos fossem esses sinais, maior seria o estímulo privado e, então, menor teria que ser a intensidade de utilização dos instrumentos monetários. Nesse aspecto, uma política monetária expansionista eficiente de inspiração pós-keynesiana difere radicalmente da política monetária novo-clássica. Enquanto a primeira não deve guardar segredos para não surpreender os agentes, a segunda necessita do sigilo e da surpresa. Autoridades sem reputação não conseguiriam atender a esse critério de eficiência da política monetária, isto é, *policymakers* com baixa (ou sem) reputação não poderiam implementar uma política monetária expansionista integralmente eficiente. Embora pudessem implementar uma política expansionista com objetivo não-ambíguo e acionar instrumentos monetários não conflitantes com os instrumentos fiscais, jamais emitiriam sinais indutores adequados. Autoridades sem (ou com baixa) reputação, embora pudessem revelar seus reais objetivos, estão sob a suspeita de ocultar informações e intenções.

4. SUMÁRIO E CONCLUSÕES

Os argumentos apresentados no artigo apóiam-se nas posições teóricas de Keynes e nos seus progressos realizados pela escola pós-keynesiana, em particular, assumiu-se que a política monetária tem objetivos nominais e reais. Contudo, constatou-se que falta ao arcabouço pós-keynesiano de intervenção monetária proposições teóricas a respeito das expectativas dos agentes em relação às ações dos gestores da política monetária. Objetivando preencher essa lacuna, incorporaram-se algumas lições extraídas dos conceitos de **reputação** e **credibilidade** cujos conteúdos foram inicialmente desenvolvidos por Kydland, Prescott, Barro e Gordon, autores ortodoxos.

Estabeleceram-se novos conteúdos, radicalmente diferentes dos originais, para os termos credibilidade e reputação. Uma política de inspiração keynesiana integralmente crível seria uma política sem objetivos ambíguos, não contraditória na utilização dos seus instrumentos e não conflitante com a política fiscal e, também, que estimulasse decisões privadas consistentes com o objetivo almejado pelas autoridades monetárias. Em relação à reputação das autoridades, mostrou-se que os gestores da política monetária para sustentar a sua reputação e adquirir autoridade e prestígio perante o público devem manter a inflação e o desemprego em níveis socialmente aceitáveis. É mister que o *policymaker* obtenha sucesso para que verdadeiramente adquira reputação - em razão de que esta é estimada pelos agentes com base no desempenho passado.

O artigo apresentou uma série de situações em que o tipo específico de expectativas em discussão assim como o julgamento que o público faz das autoridades alteram os resultados esperados das políticas monetárias ou, até mesmo, anulam a sua eficácia. Por exemplo, uma política monetária antiinflacionária ineficiente, que carece de credibilidade porque foi aplicada conjuntamente com uma política fiscal expansionista, pode provocar resultados diversos, dentre esses a continuidade da inflação - embora possa ter sido implementada por uma autoridade, até então, com elevada reputação. Outro exemplo: uma política monetária expansionista aplicada por uma autoridade sem reputação produziria apenas efeitos efêmeros sobre o nível de desemprego, pois atingiria somente a taxa de juros de curto termo.

Em conclusão, a alternativa pós-keynesiana pregaria que uma política monetária deve ser sempre utilizada para a estabilização econômica. Contudo, deve ser aplicada por autoridades com reputação e que obedeçam rigorosamente aos critérios de eficiência da política monetária. Seguidas essas linhas gerais, é possível que um dia, como previu Keynes, a atuação do banco central esteja isenta da influência expectacional dos agentes e seja considerada apenas como um tipo de técnica benéfica de controle da economia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BARRO, R. Reputation in a model of monetary policy with incomplete information. In: PERSSON, T. & TABELLINI, G. (eds.), *Monetary and fiscal policy - vol. 1: Credibility*. Cambridge(Mass): MIT, 1994.
- BARRO, R. & GORDON, D. Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy. In: PERSSON, T. & TABELLINI, G. (eds.), *Monetary and fiscal policy - vol. 1: Credibility*. Cambridge(Mass): MIT, 1994.
- BLACKBURN, K. & CHRISTENSEN, M. Monetary policy and policy credibility: theories and evidence, *Journal of Economic Literature*, v. 27, p.1-45, march 1989.
- CARDIM DE CARVALHO, F. *Economic policies for monetary economies*. Textos para Discussão n. 331, IEI/UFRJ, 1995.
- _____. *Mr. Keynes and the post keynesians*. Cheltenham: Edward Elgar, 1992.
- CHICK, V. *Macroeconomics after Keynes*. Cambridge(Mass): MIT Press, 1983.
- CW. *The collected writings of John Maynard Keynes*. 30 volumes. London: MacMillan e Cambridge: Cambridge University Press. Os volumes são identificados pelas iniciais CW, seguidos pelo número do volume.
- DAVIDSON, P. Reviving Keynes' revolution. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 6, n. 4, p. 585-90, 1984.
- _____. *Money and the real world*. London: MacMillan, 1978.
- FRIEDMAN, M. The role of monetary policy, *American Economic Review*, p. 1-17, march 1968.
- HAHN, F. *Equilibrium and macroeconomics*. Oxford: Basil Blackwell, 1984.
- _____. *Money and inflation*. Cambridge (Mass): MIT Press, 1983.
- KREGEL, J. Markets and institutions as features of a capitalistic production system. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 3, n. 1, p. 32-48, 1980.
- KYDLAND, F. & PRESCOTT, E. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. In: PERSSON, T. & TABELLINI, G. (eds.), *Monetary and fiscal policy - vol. 1: Credibility*. Cambridge (Mass): MIT, 1994.
- MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.
- PERSSON, T. & TABELLINI, G. (eds.). *Monetary and fiscal policy - vol. 1: Credibility*. Cambridge (Mass): MIT, 1984.
- SARGENT, T. & WALLACE, N. Rational expectations and the theory of economic policy. In: LUCAS, R. & SARGENT, T. (eds), *Rational expectations and econometric practice*. Minneapolis: University of Minnesota Press, 1981.

SICSÚ, J. A tese da independência do banco central e a estabilidade de preços: uma aplicação do método Cukierman à história do FED. *Estudos Econômicos*, v. 26, n. 1, p. 21-49, jan./abr. 1996.

Agradeço à professora Carmem Feijó pela oportunidade e o incentivo para desenvolver os estudos que resultaram na elaboração desse artigo, que é correspondente do Capítulo 4 da tese de doutorado do autor intitulada “*Eficácia e credibilidade da Política Monetária discricionária: uma abordagem keynesiana*”, apresentada no Instituto de Economia da UFRJ.

(Recebido em fevereiro de 1997. Aceito para publicação em março de 1997).