

Teoria e política monetárias: Uma visão pessoal sobre uma relação difícil*

Fernando J. Cardim de Carvalho**

Resumo – O trabalho reconstrói a evolução da reflexão sobre política monetária a partir do conflito entre keynesianos e monetaristas, que prossegue até nossos dias. A teoria monetária keynesiana se apóia na premissa de não-neutralidade da moeda. A política monetária keynesiana estabelecia seus objetivos informada pela curva de Phillips (que quantificava o *trade off* entre desemprego e inflação) e pela concepção de um mecanismo de transmissão baseado na escolha de *portfolio* entre moeda, ativos financeiros e ativos reais (bens de investimento). Esta visão foi criticada, primeiro, por Friedman e, depois, por novos clássicos. Estes últimos fizeram a crítica mais radical, introduzindo conceitos que, no entanto, não tiveram aceitação no mundo da política monetária. Mostra-se assim que a reflexão das últimas décadas sobre política monetária foi marcada por duas dicotomias, a primeira entre keynesianos e monetaristas, e a segunda entre economistas empiricamente orientados e modelistas mais abstratos.

Palavras-chave – Teoria e política monetárias. Keynes. Milton Friedman. Novos clássicos.

JEL – E 52

Introdução

A estabilidade de preços, conquistada com o Plano Real, de 1994, reavivou o interesse no uso da política monetária no Brasil. Durante o regime de alta inflação havia ampla concordância, ainda que não unanimidade, em torno da noção de que a política monetária tinha se tornado passiva, aprisionada pelos mecanismos de criação endógena de liquidez então prevalentes. Além disso, em condições de inflação acelerada, o instrumento por excelência da política monetária, a fixação da taxa de

* Preparado para a Revista Econômica.

** Professor Titular do Instituto de Economia da UFRJ. E-mail: fjccarvalho@uol.com.br.

juros, perdia muito de sua eficácia diante das enormes dificuldades que cercam o cálculo econômico.

O Plano Real introduziu uma medida de normalidade no sistema monetário brasileiro. Nos seus primeiros anos, contudo, a política monetária esteve mais voltada para a atração de capitais do exterior do que para a consecução de objetivos domésticos de estabilização macroeconômica. Foi apenas em 1999, depois do colapso do regime cambial adotado em 1995, que um papel mais ativo foi reservado à política monetária brasileira, com a adoção do regime de metas inflacionárias.

Enquanto a política monetária recuperava alguma eficácia, também foram reavivados debates que, se não haviam propriamente sumido da arena brasileira, tinham despertado interesse relativamente pequeno até então. Esses debates reproduziram no país preocupações e argumentos já desenvolvidos em países cuja experiência com a estabilização macroeconômica havia sido menos traumática que a brasileira. Seu ponto central é, como sempre, que objetivos deve a política monetária perseguir, quais os mecanismos de transmissão da política monetária para a economia como um todo e quais os instrumentos mais eficazes de política. Ao retomar este debate, em meados da década de 1990, nos deparamos, fundamentalmente, com os mesmos participantes de sempre, ainda que com novas roupagens, agrupados nos dois compartimentos tradicionais, um ocupado por keynesianos, outro por monetaristas.

A crítica da política monetária keynesiana, a partir da década de 1960, liderada inicialmente por Milton Friedman e, posteriormente, pela chamada corrente dos novos clássicos, abalou decisivamente a hegemonia, até então indisputada, do keynesianismo na reflexão *acadêmica* em torno da política econômica em geral (e não apenas da monetária). Curiosamente, no entanto, a crítica teve muito menos eficácia no que se refere à definição efetiva de estratégias por parte de autoridades de governo, em geral, e monetárias, em particular. Políticas monetárias continuaram, no fundamental, a serem decididas e implementadas em linhas muito semelhantes às anteriores, até há pouco tempo, relativamente, quando o interesse nas experiências com metas inflacionárias, afinal, deu ao monetarismo uma posição dominante em algumas economias¹. A *teoria* monetária foi se afastando crescentemente da *política*, até praticamente o rompimento

entre ambas, na década de 1980, pela quase impossibilidade de definição de um objeto comum.

O reconhecimento de que tal situação é prejudicial tanto à política quanto à teoria tem, recentemente, levado a um esforço mais consistente de convergência. Muito da prática política acabou orientada pelo empirismo mais exacerbado, enquanto que, por sua vez, uma parcela imensa do que se produziu como teoria monetária nas últimas décadas foi pouco mais do que uma especulação inútil. Algumas pontes, no entanto, começam a ser reconstruídas, cujo sucesso ainda é incerto mas que pelo menos apontam para uma recuperação do diálogo entre teoria e política, em benefício de ambas. No que se segue, pretende-se apresentar uma leitura bastante pessoal da evolução delineada nesta introdução e uma avaliação, igualmente pessoal, das perspectivas de convergência entre teoria e política monetária. Para tanto, na seção seguinte, apresentamos nosso ponto de partida, a dominância de idéias keynesianas no imediato pós-guerra. As seções 2 e 3 são dedicadas às duas ondas de críticas ao keynesianismo, por parte de autores que Tobin identificou como monetaristas. A seção 4 sumariza a reação ao predomínio de teses monetaristas por parte, principalmente, dos chamados novos keynesianos. A seção 5 conclui e discute algumas lições deste longo debate histórico para o caso brasileiro.

1. O ponto de partida: A política monetária keynesiana

No período que vai do final da II Guerra Mundial até meados da década de 1960 do século passado², a teoria e a política monetária eram guiadas pelo que poderíamos chamar de *consenso keynesiano*. Muito embora a correspondência entre a teoria e a política não fosse completa, o compartilhamento da visão básica de como opera uma economia de mercado era amplo o suficiente para permitir um alto grau de fertilização cruzada entre elas.

A política monetária almejava, na era keynesiana, atingir o equilíbrio macroeconômico, definido pela estabilidade de preços, pleno emprego e, quando relevante, pelo equilíbrio do balanço de pagamentos³. A prioridade de cada uma das metas, especialmente com relação à infla-

ção e ao emprego, era variável, dependendo da gravidade da ameaça à estabilidade que predominasse em cada período. Assim, o combate a pressões inflacionárias cederia lugar, por exemplo, ao combate ao desemprego quando este ultrapassasse níveis aceitáveis. O contrário ocorreria quando a inflação se tornasse um problema mais premente que o desemprego. Esta política correspondia de perto ao fundamento teórico de não-neutralidade da moeda, ao menos no curto prazo, isto é, de que flutuações no nível de liquidez da economia fossem uma causa importante de flutuação do nível de produto e emprego agregados⁴. A disponibilidade de moeda afetaria o nível de produção da economia por, pelo menos, duas razões: por um lado, porque a demanda por bens e serviços dependeria do acesso à moeda como o principal meio de pagamento da economia; por outro, a moeda, na economia capitalista, é uma forma de riqueza que pode ser acumulada em lugar de outras formas de riqueza, como, por exemplo, bens de consumo durável ou, com ainda mais importância, bens de capital, afetando, assim, a demanda por estas classes de bens.

Teoria e política convergiam na aceitação da relação conhecida como curva de Phillips, de acordo com a qual existe em cada economia uma relação inversa definida entre nível de emprego e taxa de inflação. A teoria original da curva de Phillips era a de que variações de *demanda agregada* se refletiriam em pressões sobre o mercado de trabalho, impactando tanto emprego quanto salários monetários. Quanto mais próxima a economia estivesse do pleno emprego, mais um aumento de demanda agregada se traduziria em um aumento de salários (e de preços, quando as firmas repassassem o custo do trabalho para o preço final dos bens) e menos no aumento do emprego. Idealmente, a autoridade monetária poderia, assim, calibrar sua política monetária de modo a levar a demanda agregada ao ponto mais próximo do pleno emprego possível, sem que se acelerasse o processo inflacionário⁵. Era uma tarefa que exigia perícia, certamente, mas não se acreditava que estivesse fora do alcance dos bancos centrais.

Teoria e política monetárias na era keynesiana coincidiam também na concepção do mecanismo básico de transmissão da política monetária. Teoricamente, partia-se do vínculo moeda/taxa de juros para postular um mecanismo de transmissão de acordo com o qual variações na quantidade de moeda causavam variações de sinal inverso na taxa de juros de

curto prazo. Estas variações na taxa de juros de curto prazo seriam transmitidas para as taxas de longo prazo através da curva de rendimentos. As taxas de juros de longo prazo, por sua vez, através de efeitos-substituição, induziriam aumentos ou reduções de investimento privado e, através do multiplicador keynesiano, o consumo, movendo, assim, a demanda agregada na direção desejada⁶.

A íntima correspondência entre teoria e política monetárias só não era mantida no que diz respeito ao *instrumental* de política monetária. A teoria monetária concebia a política sendo implementada através de variações da quantidade de moeda, que induziriam mudanças na taxa de juros. Assim, o modelo teórico canônico da era keynesiana, o modelo IS/LM, mostrava a política monetária como um deslocamento da curva LM. A taxa de juros era um resultado da interação entre os mercados de bens (descritos pela curva IS) e monetário. Já o instrumento por excelência da política monetária no mundo real era a taxa de juros, como a taxa SELIC, no caso brasileiro, ou a taxa de fundos federais, no caso americano, sendo a quantidade de moeda um *resultado* desta política⁷. O resultado dessa divergência de perspectivas entre a teoria e a política efetivamente implementada limitava a utilidade da primeira no exame das possibilidades de instrumentação da política monetária.

A convergência entre as duas perspectivas, a teórica e a prática, tornavam, por um lado, a política monetária um importante laboratório para o avanço da teoria, enquanto, por outro lado, os progressos desta última se refletiriam mediata ou imediatamente em melhorias na qualidade da política implementada.

2. A crítica monetarista ao keynesianismo: Monetarismo de primeira geração

A primeira onda de ataque ao pensamento keynesiano valeu-se, em parte não desprezível, de argumentos aparentados aos do próprio Keynes. Com efeito, Milton Friedman, em sua reconstrução da teoria quantitativa da moeda, apresentava a moeda exatamente como uma forma de riqueza que compete com outras formas de riqueza pela preferência dos investidores⁸.

Apesar de sua insistência em que a teoria quantitativa da moeda, em sua versão moderna, apresentada por ele mesmo, era mais consistente com os cânones teóricos aceitos pela maioria dos economistas (o que, ao tempo em que esses argumentos foram apresentados, em meados da década de 1950, já significava o modelo de equilíbrio geral walrasiano nas linhas propostas por HICKS em seu *Value and Capital*, já modificado por economistas dentre os quais se destacam Gérard Debreu e Kenneth Arrow), Friedman ainda mantinha um claro e forte viés empirista e uma marcada preocupação com a correspondência entre sua teoria e a prática dos bancos centrais e do mercado monetário.

Este viés empirista se manifestou em pontos essenciais de sua teoria, impedindo um divórcio entre teoria e política efetiva que inviabilizasse o uso da primeira pela segunda. O exemplo talvez mais notável do grau de *inconsistência teórica* que Friedman estava disposto a aceitar para manter a *viabilidade empírica* de suas propostas se encontra no seu tratamento da curva de Phillips.

A relação empírica identificada por Phillips é forte demais para que sua existência possa ser simplesmente negada. De fato, os críticos da visão keynesiana não negarão sua validade, mas seu sentido e, principalmente, a possibilidade de que ela possa ser *instrumentada* no processo de política monetária. Friedman será o primeiro a fazê-lo, propondo que a curva mostra não os impactos da demanda agregada sobre o mercado de trabalho, mas, sim, o comportamento da oferta de trabalho. Ao contrário da interpretação original, que usava o índice de desemprego como uma medida da pressão exercida pela demanda agregada sobre o mercado de trabalho, que resultava em variações do salário monetário, Friedman lê a curva de Phillips como indicando a quantidade de trabalho que os trabalhadores estariam dispostos a trabalhar nos diversos níveis de salário pagos no mercado. Deste modo, a curva de Phillips deixa de mostrar a pressão que as empresas fazem sobre o mercado de trabalho para obter mais trabalhadores e, sim, a pressão que os trabalhadores fazem por mais salários quando o nível de emprego sobe.

É nesta releitura que Friedman introduz duas idéias que terão grande influência no debate em torno da política monetária que se seguirá. A primeira é o conceito de *taxa natural de desemprego*. Vale a pena reproduzir a definição dada por Friedman:

The 'natural rate of unemployment' ... is the level that would be ground out by the Walrasian system of general equilibrium equations, provided there is embedded in them the actual structural characteristics of the labor and commodity markets, including market imperfections, stochastic variability in demands and supplies, the costs of gathering information about job vacancies, and labor availabilities, the costs of mobility, and so on. (FRIEDMAN, 1968, p. 8)

Esta definição é talvez o exemplo mais notável da disposição de Friedman de sacrificar o rigor que seu declarado arcabouço walrasiano exigiria, mas que iria levá-lo para longe do mundo observável, em favor da manutenção do vínculo com o mundo empírico. Como apontado por muitos⁹, não faz qualquer sentido juntar numa mesma definição o equilíbrio geral *competitivo* de Walras e as imperfeições de mercado, custos de transações, graus de imobilidade dos fatores etc, como fez Friedman. Na verdade, a referência ao equilíbrio geral em sua definição de taxa natural de desemprego tem mero valor simbólico, sem qualquer implicação empírica relevante e apenas a mais trivial implicação teórica possível, a de que um mercado de trabalho que se encontre numa posição diversa da taxa natural de desemprego provavelmente não estará em repouso.

O segundo conceito importante introduzido por Friedman, a demonstrar sua relutância em aceitar de forma mais completa os termos da teoria ortodoxa da moeda que exigissem abrir mão da aplicabilidade empírica de seus argumentos, é a *hipótese das expectativas adaptativas*. A necessidade de definição formal de uma hipótese sobre expectativas era uma implicação de sua reinterpretação da curva de Phillips como uma curva de oferta de trabalho. A curva original, como visto, relacionava taxas de desemprego com níveis de salário monetário. A escolha entre trabalho e lazer subjacente à construção de uma curva de oferta de trabalho, contudo, não pode depender de salários *monetários* e, sim, de salários *reais*. Friedman introduz sua hipótese de expectativas adaptativas exatamente para suprir esta lacuna, sugerindo que o denominador relevante para o cálculo dos salários reais deveria ser a expectativa de preços no futuro relevante, ao invés de preços correntes. Para modelar essas expectativas, Friedman recorre então à hipótese pragmática, mais do que teórica, de que expectativas são formadas a partir da experiência vivida.

As concessões de Friedman ao realismo tornaram sua crítica ao keynesianismo eficaz do ponto de vista político, mas, paradoxalmente à primeira vista, de alcance relativamente limitado do ponto de vista teórico. Com efeito, as diferenças *teóricas* entre Friedman e autores keynesianos, como Tobin ou, ainda mais marcadamente, Modigliani, muitas vezes resumiram-se a detalhes de modelos ou de testes empíricos, por mais que o confronto em torno de escolhas de política monetária pudesse, por vezes, ser furioso. Muitas vezes, a resolução destes debates dependia de resultados de longo prazo, cuja limitada importância do ponto de vista político acabava por amortecer o interesse dos participantes. Por outro lado, e por isso mesmo, Friedman foi praticamente o último economista acadêmico a ter importância real no debate em torno de escolhas reais de política monetária. Suas idéias sobre regras monetárias nunca foram efetivamente testadas, mas o monetarismo prevaleceu sobre o keynesianismo em muitos países, através da ação de bancos centrais como o alemão, por exemplo, ou o Banco da Inglaterra no período Thatcher, ou, ainda, como no caso do Chile durante a ditadura pinochetista e, mais tarde, pelo menos parcialmente, o Banco Central Europeu, além dos bancos centrais dos países que adotaram mais recentemente o regime de metas inflacionárias, inclusive o Brasil, a partir de 1999. Por um breve período, o próprio Federal Reserve pareceu aderir a essa visão, com as políticas adotadas por Paul Volcker, entre 1979 e 1982¹⁰.

De qualquer modo, a década de 1990 foi relativamente cruel para o monetarismo de Friedman. A estabilidade da relação moeda/renda, fundamental para suas prescrições de política, simplesmente entrou em colapso, seja porque inovações financeiras mudaram o quadro institucional relevante, seja porque novos meios de pagamento surgiram na economia, ou porque a relação nunca tenha sido realmente estável como pareceu a alguns. Para uma corrente cuja validação argumentava-se ser exatamente uma suposta superioridade empírica, mais do que teórica, sobre a corrente keynesiana, este colapso foi quase fatal. O ecletismo teórico de Friedman, no entanto, já o tinha, de certo modo, condenado aos olhos da geração seguinte de monetaristas. Estes serão mais radicais teoricamente, parecendo conformados em pagar o preço da irrelevância política. Com eles se consumará o divórcio entre a teoria e a política monetárias que marcará a década de 1980.

3. A crítica monetarista ao keynesianismo: Monetarismo de segunda geração

Em contraste com a era keynesiana, em que uma nova concepção de teoria e política monetária emergiu da percepção da necessidade de adoção de políticas macroeconômicas ativas para a conquista do pleno emprego, ou do monetarismo de Friedman, alimentado pelas dificuldades dos teóricos e *policy-makers* keynesianos em combater a inflação da década de 1960, a segunda geração de monetaristas, o monetarismo tipo II, como o chamou TOBIN (1980), resultou de desenvolvimentos puramente teóricos. O móvel da emergência dos chamados novos clássicos não foi a necessidade de responder a desafios colocados pela operação da política monetária, mas a insatisfação com os aspectos *teóricos* da crítica de Friedman ao keynesianismo, especialmente no que diz respeito à hipótese de expectativas adaptativas e suas implicações.

Curiosamente, a falta de compromisso com o mundo real será visto como a principal virtude, ao invés de a principal limitação, da escola dos novos clássicos. A única fonte aceitável de proposições teóricas são outras proposições teóricas ou, em última análise, os axiomas sobre os quais se ergue o sistema de equilíbrio geral. A coerência com postulados teóricos apriorísticos, os microfundamentos walrasianos, permitirá aos novos clássicos superar a inconsistência teórica de Milton Friedman, ao preço do total descolamento do mundo real¹¹.

Os novos clássicos introduzirão hipóteses radicais sobre a racionalidade do comportamento dos agentes econômicos e sobre o contexto em que operam, no que se refere à disponibilidade de informações. Praticamente nenhuma proposição teórica será válida nesta abordagem se não for justificada por esses microprincípios. Em particular, a observação empírica não será jamais uma fonte válida de proposições teóricas. No confronto entre proposições derivadas da observação empírica e aquelas derivadas dos princípios de maximização de satisfação por agentes racionais e adequadamente informados, as últimas sempre prevalecerão. A hipótese de expectativas adaptativas de Friedman será atacada como descrevendo um comportamento irracional, inconsistente com o pressuposto geral de racionalidade, e será substituída pela hipótese de expectativas

racionais, segundo a qual expectativas são formadas não a partir da experiência mas a partir da previsão dos resultados dos processos econômicos concebidos de acordo com os modelos *corretos* de descrição da operação da economia¹². Agentes não olham para trás, iludidos pela suposição de que o passado se repete, mas, sim, para o futuro, porque conhecem o modo pelo qual este futuro se gesta. Nem sempre acertarão suas previsões, mas não por insuficiências do mecanismo de formação de expectativas, e sim por causa da intervenção de fatores aleatórios, impossíveis de se prever a cada realização.

A teoria monetária será o campo onde esta postura se tornará clara de modo mais imediato. A curva de Phillips, como em Friedman, continuará sendo concebida como uma curva de oferta de trabalho. Contudo, o espaço que Friedman reconhecia para a operação da política monetária, o da surpresa da política econômica, se estreitará ao extremo, derivando-se daí a primeira das proposições dessa escola a chocar-se com todo senso de realidade, o chamado teorema da irrelevância da política monetária. Segundo esse “teorema”, a política monetária é irrelevante porque qualquer variação prevista da oferta de moeda será imediatamente descontada pelos agentes como inflacionária. É possível influenciar o comportamento dos indivíduos por variações imprevistas da oferta de moeda, mas *para que elas sejam imprevistas é preciso que sejam imprevisíveis*, isto é, não obedecem a nenhum plano ou estratégia coerente. Com isso, a curva de Phillips deixa de poder sustentar qualquer escolha de política monetária. Não importa que políticas monetárias continuem a ter, no mundo real da evidência empírica, efeitos reais, mesmo quando previstas, a validação da teoria se dá pela sua consistência com os chamados *first principles*, não pela aderência a observações reais¹³.

Note-se, novamente, que a curva em si não será contestada. Para monetaristas de todo o tipo, a curva de Phillips parece ser um aborrecimento inevitável. Autores como Lucas tentarão neutralizá-la, já que não é possível sua negação pura e simples. Para Lucas, a curva permanecerá como uma ilustração do ciclo econômico, causado pela repetição de “surpresas” monetárias por parte das autoridades, por mais que tal hipótese possa parecer frágil, inclusive para muitos dos praticantes da própria corrente¹⁴.

O debate em torno da política monetária com o predomínio de novos clássicos no pensamento macroeconômico da década de 1980 esterilizou completamente o campo, povoando-o de temas sem saída, dos quais guarda-se pouco na memória no novo século. Por esta razão mesma, sua influência sobre a política monetária efetivamente implementada em qualquer país que se escolha para estudo é no máximo negligível. A mais importante proposta de política feita por essa corrente é a adoção de regras fixas de variação da oferta de moeda, o que não é sequer considerado seriamente em lugar algum, muito embora estas idéias tenham sido suficientes para dar a um de seus autores um prêmio Nobel. O divórcio entre academia e prática política, com a primeira concedendo seu máximo reconhecimento a um economista completamente ignorado (e por boas razões) pelo *establishment* de política monetária, nunca foi tão completo como na década de 1980.

Tal situação se mostrou intensamente insatisfatória e acabou levando a uma reação pela qual a teoria voltou a se aproximar da política real. A insatisfação foi particularmente aguda porque algumas das preocupações apontadas mesmo por autores da escola de novos clássicos se revelaram importantes, ainda que suas tentativas de respostas fossem consideradas estéreis. Um exemplo importante é o conceito de credibilidade. Um pilar fundamental do pensamento de novos clássicos, como já observado, é a hipótese de expectativas racionais. Agentes formam expectativas racionais porque entendem o mundo corretamente, instrumentados pela teoria adequada. Nesta abordagem, tem credibilidade a política que obedece aos princípios estabelecidos por essa teoria. O essencial é atar as mãos dos *policy makers*, mostrando que não há espaço para que tentem, por qualquer razão, evadir-se ao que a realidade lhes impõe.

Sem dúvida, perceber que políticas idênticas podem ter impactos diferentes se a credibilidade que as cerca for diferente acrescenta algo ao conhecimento do processo de política monetária. Certamente, o conhecimento desse processo também é fortalecido pela percepção de que os agentes econômicos não são arbitrariamente manipuláveis, sendo, ao contrário, capazes de analisar fatos e chegar a conclusões racionais em boa parte do tempo. O tratamento dessas questões, e as respostas dadas por novos clássicos, contudo, têm pouca utilidade real¹⁵. Atar as mãos de

policy-makers, impedindo-os de reagir a inovações só traz credibilidade a uma política se supusermos que inovações são, na verdade, impossíveis¹⁶. Aceitar a hipótese de que a ação racional dos indivíduos implica a unicidade de trajetórias e de políticas não se apóia na premissa genérica da racionalidade e sim na premissa *ad hoc* de que a economia real se move numa trajetória de equilíbrio *única*.

Deste modo, a contribuição resultante da efêmera hegemonia de novos clássicos na teoria monetária foi um conjunto de perguntas potencialmente interessantes, acompanhadas de respostas largamente irrelevantes, pelo menos do ponto de vista da política monetária no mundo real. Em termos da política monetária, a hegemonia de novos clássicos não deixou qualquer marca, menos pela rapidez com que essa hegemonia se desvaneceu e mais pela completa incapacidade da escola de oferecer quaisquer alternativas relevantes de intervenção ou mesmo de simples gerência do sistema monetário.

4. O retorno do keynesianismo

O monetarismo teve vitórias importantes sobre o keynesianismo no campo da política monetária, embora essas vitórias se dessem realmente à primeira geração de monetaristas, como Milton Friedman, Harry Johnson, Karl Brunner e Allan Meltzer, e praticamente nada à segunda. A geração de monetaristas de Lucas e Sargent atacou os primeiros monetaristas quase tanto quanto os próprios keynesianos. O apego fundamentalista à idealização neowalrasiana de uma economia de mercado custou-lhes, primeiro, a possibilidade de influir sobre a política monetária efetivamente aplicada nas economias de mercado e, depois, a própria hegemonia teórica. Ao mostrar-se estéril como abordagem científica, o monetarismo de segunda geração perdeu rapidamente terreno para correntes cujo programa de trabalho consiste, em grande medida, em superar o enorme fosso aberto entre a reflexão teórica e a prática política na década de 1980.

Certamente, o mais influente desses grupos, apesar da relativa indefinição de suas fronteiras, é o que ficou conhecido como novos keynesianos, incluindo, entre outros, nomes como Joseph Stiglitz,

Lawrence Summers e Alan Blinder. Como no caso dos velhos keynesianos da síntese neoclássica, esses autores estão mais interessados em atacar problemas sugeridos pela operação real da economia do que resolver quebra-cabeças teóricos¹⁷.

Estrategicamente, talvez, o mais importante para esta discussão seja a reabilitação da curva de Phillips como indicador do comportamento da *demanda agregada* e, com ela, a não-neutralidade da moeda. A crítica de Lucas foi amplamente aceita – e difundida – na década de 1980. Para keynesianos como Blinder, no entanto, a crítica estava pura e simplesmente errada. Vale a pena reproduzir suas próprias palavras, excepcionalmente enfáticas:

[A acusação ao keynesianismo de ser totalmente incorreto empiricamente] was repeated so often and with such certitude that it became part of the conventional wisdom. Unfortunately, it is, to coin a phrase, wildly incorrect. The fact is that, the Lucas critique notwithstanding, the Phillips curve, once modified to allow for supply shocks ..., has been one of the best-behaved empirical regularities in macroeconomics – much better behaved, in fact, than we had any right to expect¹⁸. (BLINDER, 1989, p. 120/1)

Blinder não deixa de acrescentar que a evidência empírica é muito mais favorável à proposição de Keynes – de que a moeda não é neutra – do que à hipótese de Lucas e outros novos clássicos de que variações previsíveis da oferta de moeda funcionam do mesmo modo que reformas monetárias, isto é, com o público ajustando valores nominais imediatamente e na mesma extensão em que o estoque de moeda é acrescido¹⁹.

Vale notar que a reabilitação da curva de Phillips no seu sentido original na academia é um grande passo na direção da reconstrução da conexão entre debates acadêmicos e formulação de política monetária, pelo menos nos Estados Unidos, onde o Federal Reserve sempre considerou o *tradeoff* entre inflação e desemprego nas suas decisões sobre taxa de juros, jamais aceitando a noção de que suas obrigações se resumissem a defender a estabilidade do valor da moeda²⁰.

Por outro lado, as novas tendências keynesianas têm efetivamente uma visão menos mecânica da política econômica em geral, e da monetária em particular, enfatizando a importância de assimetrias de informa-

ção e da presença de fontes de incerteza no sentido Knight/Keynes, que abrem espaço, por sua vez, para a consideração de fenômenos como especulação, fragilidade financeira, crises etc. Também as interações entre política monetária e regulação financeira se tornam importantes, já que ambas são decididas contra um cenário marcado pelas imperfeições e falhas de mercado e têm como objetivo comum permitir a atuação eficiente do sistema monetário/financeiro, mantendo-se um nível adequado de segurança sistêmica. Como observaram STIGLITZ E GREENWALD (2003), no cenário concebido nas novas tendências keynesianas, tanto a regulação pode afetar a atuação imediata das instituições bancárias e, através delas, o nível de atividade econômica, quanto a política monetária pode incentivar comportamentos por parte das instituições envolvidas que aumentem ou diminuam os riscos sistêmicos relevantes.

5. Conclusão: Lições para o Brasil?

A hipótese central deste extenso comentário é a de que a evolução recente da teoria e da política monetárias envolve não apenas *uma* linha de confronto, bastante conhecida, entre keynesianos e monetaristas, mas também uma *segunda*, menos visível, opondo keynesianos e monetaristas de primeira geração aos monetaristas de segunda geração. Nesta última, o debate gira em torno de proposições de natureza metodológica, particularmente sobre o papel da observação empírica na formulação de teoria econômica. O monetarismo de segunda geração, hoje pouco influente, foi sobretudo um episódio interessante na história do pensamento econômico, principalmente porque nele uma corrente de pensamento com vínculos extremamente tênues com o mundo real tornou-se hegemônica, paradoxalmente, pelo seu sucesso em persuadir a comunidade de economistas acadêmicos de que as teses de seus competidores eram falseadas pela evidência empírica. O sucesso junto à academia não se repetiu, porém, junto à comunidade de formuladores de política monetária, servindo apenas para afastar acadêmicos de *policy-makers*.

Em certo sentido, o fim da hegemonia dos novos clássicos trouxe o debate sobre política monetária para seu lugar apropriado. Hoje, opõem-se de novo duas grandes visões. Uma para a qual a política monetária deve

perseguir objetivos reais, como o pleno emprego, ao lado dos objetivos monetários, herdeira do keynesianismo, e outra, herdeira do monetarismo, que defende a neutralidade da moeda e a necessidade de a autoridade monetária concentrar sua atenção em objetivos nominais, como no regime de metas inflacionárias.

6. Conclusão

Iniciamos este artigo observando que o Plano Real motivou, para o debate em torno da política monetária, uma urgência e atualidade que este tema havia perdido durante o período da alta inflação. A retomada da estabilidade de preços, a partir de 1994 e a mudança de regime cambial para o câmbio flutuante, em 1999, talvez ainda mais, colocou novos dilemas para as autoridades monetárias.

Junto com o câmbio flutuante, o governo brasileiro adotou, também em 1999, o regime de metas inflacionárias como guia da política monetária. O regime de metas inflacionárias é um desdobramento do regime tradicional de metas monetárias, que se fez necessário quando as relações comportamentais que sustentavam esse último entraram em colapso, na década de 1990. Como visto, no entanto, ele se apóia no postulado de neutralidade da moeda, propondo que a um banco central caiba responsabilidade exclusiva pela manutenção do valor da moeda. Isto não significa, por si, que as autoridades monetárias sejam insensíveis a flutuações do produto e do emprego, ou que elas simplesmente ignorem as conseqüências de suas políticas. Mas significa, sim, que a prioridade absoluta é dada à manutenção da estabilidade de preços, já que apenas metas inflacionárias são fixadas para orientar sua ação²¹.

Este artigo está orientado clara e inequivocamente por uma perspectiva keynesiana, de não-neutralidade da moeda e da política monetária, e da necessidade de consideração explícita de que política monetária é feita através da fixação da taxa de juros e esta afeta não apenas a demanda final por bens e serviços, mas também as decisões de produção e investimento. Deste modo, não se pode resolver o dilema descrito numa curva de Phillips ignorando-se simplesmente um dos dados da equação.

Há alguns anos, de forma apenas parcialmente irônica, emergiu no debate norte-americano a idéia de que cabia a um banco central não a

preocupação exclusiva com o combate à inflação ou também exclusivamente o combate ao desemprego. O dilema da política monetária seria exatamente que uma mesma ação afeta *simultaneamente* ambas as variáveis. Assim, sugeria-se que a função-objetivo do banco central deveria ser definida em termos de uma taxa de sofrimento (tradução livre para *misery rate*). Esta taxa seria a soma das taxas de inflação e de desemprego. O banco central deveria minimizar esta soma, o que seria conseguido sempre que uma redução da taxa de inflação não se desse ao custo de um aumento desproporcional na taxa de desemprego e vice-versa.

A adoção do regime de metas inflacionárias foi, provavelmente, inevitável, e mesmo uma boa escolha, em 1999, em meio às enormes incertezas causadas pelo colapso do regime cambial do primeiro governo Cardoso. Naquele momento, talvez lançar uma âncora para estabilizar expectativas fosse o passo mais importante a ser tomado. Passados alguns anos, o regime parece ter ultrapassado sua utilidade. Dele agora resultam pressões contracionistas exageradas sobre uma economia que permanece frágil em seu lado real, em um contexto de repetidos insucessos em atingir as próprias metas inflacionárias. Talvez seja a hora de se redescobrir também a curva de Phillips por estas paragens.

Monetary Theory and Policy: A Personal View of a Difficult Relationship

Abstract – The paper follows the evolution of the debates around monetary policy that have been initiated with Keynes's General Theory in the 1930s. The conflict between Keynesians and Monetarists, which is still going on, revolved around the postulate of money non-neutrality and the behavioral content of the Phillips curve. The Keynesian view was criticized first by Friedman and afterwards, in a more radical fashion, by the so-called New Classics. New Classical economics had wide acceptance in academic circles but has never convinced policy makers. The paper shows, thus, that the debates on monetary policy have developed along two dichotomies: the first opposed Keynesians to Monetarists, the second empirically-minded economists to abstract model-builders.

Key words – Monetary Theory and Policy. Keynes. Milton Friedman. New Classical Economics.

Notas

- ¹ Algo semelhante ocorreu com relação à política fiscal, que continuou sendo predominantemente contracíclica em padrões keynesianos tradicionais, ao menos nos países desenvolvidos.
- ² As referências a “décadas” terão sempre o século XX como contexto, exceto quando se afirmar, explicitamente, outra coisa. Por esta razão, omitiremos daqui para a frente a expressão “do século passado”.
- ³ É interessante notar que a política monetária keynesiana não era inteiramente coincidente com a política monetária preconizada pelo próprio Keynes. Keynes propunha uma política monetária relativamente pouco ativa, mais limitada à provisão da liquidez necessária à manutenção de taxas de juros relativamente estáveis, em torno do nível compatível com o investimento de pleno emprego. Sua objeção às políticas monetárias ativas nada tinha a ver com uma suposição de que eram inócuas ou impotentes, fosse para mover o nível de emprego, fosse para influenciar o nível de preços. Sua crítica era a de que uma política ativa, que elevasse a taxa de juros quando houvesse excesso de demanda agregada, alimentaria expectativas nos mercados financeiros que tenderiam a manter os juros sempre mais altos do que o desejado. O controle das pressões de demanda seria obtido principalmente através da política fiscal. Já as pressões de custos seriam controladas através de políticas de renda. O que se tornou aceito como políticas keynesianas, contudo, foi um arranjo mais tradicional, onde políticas monetárias seriam ativamente utilizadas para controlar demanda agregada, reservando-se o apelo a políticas de renda para circunstâncias extraordinárias. Para uma discussão detalhada das idéias de Keynes a respeito de políticas macroeconômicas, veja-se CARVALHO (1977) e as referências ali contidas.
- ⁴ Novamente, em termos mais rigorosos, Keynes defendia o postulado de não-neutralidade da moeda tanto para o curto quanto para o longo termo. Já os keynesianos se dividiram entre os que aceitaram seus postulados mais fundamentais e aqueles, conhecidos como síntese neoclássica, que aceitavam o postulado da não-neutralidade apenas para o curto termo. Como, na prática, o curto termo poderia durar anos, essa diferenciação acabava tendo relativamente pouca importância, embora as conseqüências teóricas desta divergência de visões fossem muito mais importantes do que pareceria à primeira vista.
- ⁵ Nos termos utilizados no debate, buscava-se atingir o que se conhecia como *taxa de desemprego que não acelerasse a inflação*, identificada pela sigla em inglês NAIRU. Esta taxa de desemprego foi mais tarde assimilada a outro conceito, bastante diverso em significado teórico, a *taxa natural de desemprego*, quando a curva de Phillips foi reinterpretada como uma descrição do comportamento da *oferta* de trabalho, e não mais como *demanda*.
- ⁶ Uma exposição concisa e bem estruturada dos mecanismos de transmissão da política monetária concebidos por economistas keynesianos é oferecida em OKUN (1967). Outro trabalho de interesse nessa mesma linha é o capítulo 22 de TOBIN (1987).
- ⁷ É preciso tomar cuidado, porém, para não se exagerar o significado dessa divergência. O fato de que a quantidade de moeda seja endógeno neste segundo caso (como a taxa de juros, no primeiro) não quer dizer que ela não possa ser objeto de política. Em parte,

o curioso debate entre horizontalistas e verticalistas parece girar em torno precisamente de concepções inadequadas sobre a operação efetiva da política monetária.

- ⁸ Friedman argumentou que este, na verdade, sempre tinha sido o sentido dado à moeda pela teoria quantitativa da moeda. Confrontado com a falta de evidências convincentes para sustentar seu argumento, Friedman apelou para uma suposta tradição oral da escola de Chicago. A existência dessa tradição oral, contudo, foi desmentida por Don Patinkin, para quem Friedman apropriou-se realmente da abordagem keynesiana em sua reafirmação da TQM. Veja-se FRIEDMAN (1956) e PATINKIN (1972).
- ⁹ Veja-se a coleção de ensaios em CROSS (1995), especialmente a contribuição de Frank Hahn (capítulo 4).
- ¹⁰ Modigliani recusa veementemente a interpretação usual de que Paul Volcker tenha promovido um experimento monetarista em 1979, mas sua posição é relativamente isolada dentro desse debate. Veja-se MODIGLIANI (2001).
- ¹¹ A meta de se alcançar total coerência teórica, ao custo da relevância empírica, não é uma tara apenas da economia. Richard FEYNMAN (1965) observou, e criticou acidamente, em seu *The Character of Physical Law* que muitos físicos sofreram a mesma tentação, com impactos sobre o desenvolvimento da física menores que o impacto que o escolasticismo de algumas correntes de pensamento econômico tiveram em função da força do paradigma inaugurado por Galileu. Em economia, o papel do experimento nunca foi muito bem definido na evolução da economia, permitindo a sobrevivência de abordagens escolásticas por muito mais tempo e com muito maior impacto.
- ¹² Colocado de forma mais simples e mais concisa, as probabilidades subjetivas que o formador de expectativas atribui os diversos eventos são iguais às probabilidades objetivas de ocorrência desses mesmos eventos.
- ¹³ Paradoxalmente, os proponentes dessa corrente sugerem que sua teoria é empiricamente superior às de Keynes ou Friedman. O exame casual da clássica coleção dos principais artigos da escola, LUCAS E SARGENT (1981), no entanto, nos dá uma interessante indicação oposta: é um exercício interessante contar o número daqueles trabalhos que reportam resultados adversos, sempre seguidos da observação de que a falsificação de suas hipóteses não é suficiente para fazer seus autores abandonarem suas hipóteses, estimulando-os, ao contrário, a buscar novos testes mais favoráveis.
- ¹⁴ Como teoria de ciclos, a curva de Lucas padece de limitações óbvias, a começar pela sua duração. Ciclos explicados por surpresas de política monetária não durariam mais do que alguns poucos meses, mesmo com uma substancial generosidade com relação a Lucas. Muitos dentro da própria corrente de novos clássicos foram forçados a buscar outras alternativas para a teoria do ciclo econômico, como no caso dos chamados *ciclos reais*.
- ¹⁵ Veja-se, por exemplo, os dilemas envolvidos em qualquer noção de aprendizado quando se aceita a hipótese de expectativas racionais em FRYDMAN E PHELPS (1983). Curiosamente, o próprio Sargent, um dos mais importantes economistas dessa corrente, ofereceu uma interessante discussão a respeito das limitações da hipótese em SARGENT (1993).
- ¹⁶ A hipótese de ergodicidade do sistema, de ausência de inovações, portanto, está implícita na noção de credibilidade sob a hipótese de expectativas racionais.

- ¹⁷ Ainda que, aos olhos dos seus próprios praticantes, o novo keynesianismo se distinga do velho pela pouca preocupação deste último com os fundamentos teóricos de suas proposições. Assim, autores como Stiglitz, por exemplo, não poupam esforços para fundamentar teoricamente a validade das imperfeições e falhas de mercado que introduzem em seus modelos. A abordagem dos novos keynesianos ser realmente menos *ad hoc* do que a dos velhos keynesianos é aqui considerado um ponto de relevância bastante reduzida.
- ¹⁸ A falta de fundamento empírico adequado às críticas de Lucas e seus seguidores também foi apontada por FISCHER (1988).
- ¹⁹ Veja-se BLINDER, op. cit., p. 121. Alan Blinder, poucos anos depois da publicação da obra aqui citada, foi nomeado vice-presidente do Federal Reserve Board pelo presidente Clinton
- ²⁰ No caso do Banco Central Europeu a situação é mais ambígua, já que este banco trabalha com dois conjuntos de indicadores, menos por escolhas teóricas e mais pela necessidade de acomodar diferentes visões de política monetária em uma única instituição. De qualquer modo, parece predominar, em seu caso, a busca de uma inflação inferior a 2% anuais na eurolândia, mesmo em detrimento do nível de atividades nos países mais importantes da área euro.
- ²¹ O sistema adotado no Brasil foi descrito por BOGDANSKY et al (2001). O Banco Central do Brasil toma suas decisões sobre taxa de juros informado por um modelo de previsão da inflação que contém uma curva de Phillips, entendida como uma função oferta, em contraste com a abordagem keynesiana. *Gaps* de produto são considerados, mas como indicadores antecedentes de inflação, não como problemas a serem atacados pela política monetária.

Referências bibliográficas

- BLINDER, A. *Macroeconomics Under Debate*. Nova York: Harvester Wheatsheaf, 1989.
- BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A.; WERLANG, S. Implementing Inflation Targeting in Brazil. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Inflation Targeting in Brazil*. A Collection of Papers. Brasília: BACEN, 2001.
- CARVALHO, F. Economic policies for monetary economies. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 4, n. 17, out./nov. 1997.
- CROSS, R. (Org.) *The Natural Rate of Unemployment*. Cambridge: Cambridge University Press, 1995.
- FEYNMAN, R. *Character of Physical Law*. Cambridge, MA: The MIT Press, 1995. 1st ed.: 1965.
- FISCHER, S. Recent developments in macroeconomics. *The Economic Journal*, v. 98, n. 391, p. 294-339, 1988.

FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. *American Economic Review*, Pittsburgh, v. 58, n. 1, mar. 1968.

FRIEDMAN, M. The Quantity Theory of Money: A Restatement. In: FRIEDMAN, M. (Org.) *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: Chicago University Press, 1956.

FRYDMAN, R.; PHELPS, E. (Orgs.) *Individual Forecasting and Aggregate Outcomes*. Cambridge: Cambridge University Press, 1983.

LUCAS, R.; SARGENT, T. (Orgs.) *Rational Expectations and Econometric Practice*. Minneapolis: The University of Minnesota Press, 1981.

MODIGLIANI, F. *Adventures of an Economist*. Nova York: Texere, 2001.

OKUN, A. Monetary policy, debt management, and interest rates: a quantitative appraisal. In: HESTER, O.; TOBIN, J. (Orgs) *Financial Markets and Economic Activity*. Nova York: John Wiley and Sons, 1967.

PATINKIN, D. Friedman as a Quantity Theorist and Keynesian Economics. *Journal of Political Economy*, sep./oct. 1972.

SARGENT, T. *Bounded Rationality in Macroeconomics*. Oxford: Clarendon Press, 1993.

STIGLITZ, J.; GREENWALD, B. *Towards a New Paradigm in Economics*. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.

TOBIN, J. *Asset Accumulation and Economic Activity*. Chicago: The University of Chicago Press, 1980.

_____. *Policies for Prosperity*. Essays in a Keynesian Mode. Cambridge (Mass): The MIT Press, 1987.

O apoio financeiro do CNPq é reconhecido com gratidão.

Recebido para publicação em setembro de 2004