Universidade de Brasília
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Economia

VITOR GABRIEL GONÇALVES DA SILVA

A Independência do Banco Central à luz das Teorias de Política Monetária

Brasília
2021

VITOR GABRIEL GONÇALVES DA SILVA

A Independência do Banco Central à luz das Teorias de Política Monetária

Monografia apresentada ao Departamento de Economia da Universidade de Brasília, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Professora Orientadora: Maria de Lourdes Rollemberg Mollo

Brasília
2021

Sumário

Introdução....4
1. Política monetária na Ortodoxia....5
1.1 A Teoria Quantitativa da Moeda (TQM)....5
1.2 Friedman e os Monetaristas....6
1.3 Os Novos-clássicos....9
1.4 Os Novos-keynesianos....10
1.5 A tese da Independência do Banco Central....11
2. Política monetária na Heterodoxia....15
2.1 Keynes e os Pós-keynesianos....15
2.2 Os Marxistas....27
3. A rejeição a tese da IBC....35
Conclusão....42
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS....44

Introdução

A Tese da Independência do Banco Central permeia o debate econômico e político nas últimas décadas, principalmente com a elevação da inflação em diversos países. Por um lado, os defensores da Tese propõe que maiores níveis de independência do Banco Central estão associados com menores níveis de inflação. Por outro, existem evidências da ausência de correlação entre os dois.

Além da divergência empírica, também há a teórica. A Tese da Independência do Banco Central, apoia-se nos pressupostos ortodoxos de neutralidade da moeda e expectativas racionais, em que a manutenção da estabilidade dos preços é o principal objetivo. Em contraste, os heterodoxos, tais como a escola pós-keynesiana, pressupõe que a política monetária afeta as variáveis reais da economia e deve ser utilizada para estimular o desenvolvimento.

No Brasil, o presidente Bolsonaro sancionou projeto de lei que dá autonomia ao Banco Central após ser aprovado pelo congresso em fevereiro de 2021[1]. A Lei prevê, entre outras, mandato de 4 anos para diretores do Banco Central, que não coincidirá com o do Presidente da República, além das atuais metas de inflação definidas pelo Conselho Monetário Nacional.

Diante dessa controvérsia, surge a questão: “A autonomia do Banco Central é realmente necessária e desejável?”

Com objetivo de elucidar essa questão, será inicialmente realizada uma revisão acerca das diversas teorias de política monetária e a questão da neutralidade da moeda nas Escolas: Clássica, Monetarista de Chicago, Keynesiana, Novo-clássica, Pós Keynesiana e Marxista. Por fim, serão analisadas as evidências empíricas sobre a afirmação de que a Autonomia do Banco Central levaria a baixos níveis inflacionários.

1. Política monetária na Ortodoxia

A tese de um Banco Central Independente é consequência direta da visão ortodoxa da moeda – neutra e exógena – e, portanto, da aceitação da Teoria Quantitativa da Moeda. Nesse sentido, este capítulo propõe analisar o papel da política monetária na ortodoxia, bem como, a razão pela qual existe a determinação da Independência do Banco Central.

1.1 A Teoria Quantitativa da Moeda (TQM)

Ao longo dos séculos XVIII e XIX, diversas teorias de demanda por moeda, tais como a de Hume e Ricardo, foram formuladas. Contudo, foi com Irving Fisher, em 1911, que a equação de troca foi difundida, popularizando a teoria quantitativa (Carvalho, 2001). A versão atual da equação de troca, modificada da versão de Fisher, é a seguinte:

$$MV = Py, \qquad (1)$$

Em que M é a oferta de moeda, V é a velocidade da circulação da moeda, P é o nível de preços e *y* o produto real. No lado esquerdo da equação, temos que o modelo pressupõe que a moeda é um estoque definido pela autoridade monetária, o qual possui a capacidade de fixar a sua oferta. De outra maneira, admite-se a impossibilidade do desejo pela moeda – entesouramento —, a qual é relegada o papel de meio de troca apenas. A velocidade de circulação, por sua vez, é considerada estável, previsível e definida pelas instituições e hábitos (Carvalho, 2001).

No lado direito da equação, o produto é definido pelos fatores reais da economia, ou seja, preferências e tecnologia. No lado esquerdo, o estoque é definido e controlado pela autoridade monetária. Dai segue-se a conclusão ortodoxa: se a velocidade de circulação da moeda e o produto real da economia são constantes, ou não variam com M, então um aumento da oferta de moeda levará ao aumento proporcional do nível de preços. Isto porque V e *y* – por serem constantes – não podem absorver o impacto

causado por um aumento da oferta de moeda. Essa hipótese admite a impossibilidade da retenção da moeda, entesouramento.

Logo, a Teoria Quantitativa da Moeda apresenta as duas características da visão ortodoxa. Por um lado, a moeda é exógena porque é definida ou controlável e controlada pela autoridade monetária, e por outro, é neutra porque um aumento na sua oferta não causa um aumento do produto. Nesse caso, a moeda é vista sobretudo como meio de troca. De acordo com Pantinkin,

> 'Neutrality of money' is a shorthand expression for the basic quantity-theory proposition that it is only the level of prices in an economy, and not the level of its real outputs, that is affected by the quantity of money which circulates in it. (Pantinkin, 2010, p. 262)

A neutralidade, entretanto, possui dois momentos distintos na TQM. No curto prazo, devido ao ajuste lento da economia em acomodar a inflação, alguns ortodoxos aceitam a não-neutralidade da moeda. Em contraste, a moeda é considerada neutra no longo prazo, quando os ajustes são realizados. Desse modo, temos que um aumento da oferta de moeda resulta em um aumento proporcional dos níveis de preço e não afeta de forma permanentemente duradoura o nível do produto.

De forma geral, todos os ortodoxos aceitam em algum grau a neutralidade da moeda. Alguns, como os novos clássicos, entendem a moeda neutra no curto e no longo prazo. Já as escolas neoclássicas monetarista e novo keynesiano admitem a não-neutralidade no curto prazo.

É evidente que, partindo dos pressupostos ortodoxos, a inflação somente é causada pela oferta de moeda. Logo, sendo a autoridade monetária, banco central, a única responsável por essa oferta, surge a necessidade de criar regras que impeçam o banco central de criar moeda de forma desenfreada, pressionado pelo governo.

Nas próximas seções, será abordada a visão da neutralidade nas diferentes visões ortodoxas de moeda, os temores inflacionários e, por conseguinte, as prescrições de regras de controle, metas inflacionárias e independência do banco central.

1.2 Friedman e os Monetaristas

Nas décadas de 50 e 60, Milton Friedman propõe a ideia de que existe uma relação entre as taxas de desemprego e a política monetária, e portanto, que é possível reduzir as taxas de desemprego com políticas monetárias expansionistas. Entretanto, para Friedman, a política monetária jamais deve ser utilizada para esse fim.

Além disso, Friedman tem grande papel na reabilitação da Teoria Quantitativa da Moeda, ao propor um modelo de cálculo de demanda por moeda através de uma análise de portfólio, tornando a velocidade da moeda, dentro do modelo, calculável e previsível.

Na versão forma transacional da equação de trocas, Friedman difere da versão tradicional da equação de trocas proposta por Fisher ao dividir os pagamentos em duas categorias distintas – uma de pagamentos afetados pelas transferências de dinheiro vivo, e outra categoria afetada pelos depósitos e transferências:

$$MV+M'V'=PT, \qquad (2)$$

Nessa equação M é o volume da moeda e V a velocidade da moeda, enquanto M' é a velocidade dos depósitos e V a velocidade dos depósitos. Essa divisão é necessária, porque é possível calcular com certa precisão M'V' com registros bancários das contas de depósito, de uma maneira que não é possível V.

A ênfase nas transações deste modelo surge na divisão das transações totais em categorias distintas de pagamentos, exemplificado por Friedman,

> for example, into capital transactions, purchases of final goods and services, purchases of intermediate goods, and payments for the use of resources, perhaps separated into wage and salary payments and other payments. (Friedman, 1989, p.16)

Sendo assim, o valor de V passa a depender da distribuição dos pagamentos dentro deste portfólio que é possível o cálculo.

Em "*The role of monetary policy" de 1968,* Friedman faz uma crítica ao modelo keynesiano e parte da hipótese de uma taxa natural de desemprego para a qual a economia converge. Nesse sentido,

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

Além disso, outros dois conceitos são importantes na definição da taxa de desemprego natural, são eles: o *desemprego friccional* de trabalhadores transicionado entre empregos; o *desemprego voluntário* dos agentes que decidem não trabalhar pelo salário real corrente, porque o salário não cobre a desutilidade marginal do trabalho. Em resumo, a definição da taxa de desemprego natural é uma definição de equilíbrio entre o nível de salários e a oferta de trabalho.

O modelo monetarista propõe que os indivíduos formam suas expectativas baseando-se nos eventos passados. Logo, sua expectativa de inflação para o período corrente será igual à inflação realizada no período anterior acrescido do erro que porventura tenha cometido.

Desta definição surge a curva de Phillips com Expectativas Adaptativas. Nesse modelo, os agentes formam suas expectativas de inflação, no período corrente, como função da expectativa do período anterior. Partindo de uma situação de equilíbrio, em que o nível de inflação tenha sido constante por um longo período, um aumento da oferta de moeda permitirá que os trabalhadores sejam contratados e os salários nominais sejam elevados. O aumento levará a entrada dos trabalhadores que se encontravam em desemprego voluntário, que acreditam que houve um aumento no salário real. Em decorrência disso, no curto prazo, a taxa de desemprego corrente será menor do que a taxa natural, e portanto, a moeda é não-neutra no curto prazo.

Entretanto, o aumento inicial da oferta de moeda causa um aumento no nível geral de preços e os trabalhadores sofrem com o efeito da *ilusão monetária.* Isto ocorre no momento em que decidem realizar as suas compras e percebem que não são capazes de comprar os bens e serviços que desejavam. Ao terem suas expectativas de inflação frustradas, os trabalhadores que entraram no mercado devido ao aumento do salário nominal resolvem retornar ao desemprego voluntário. Logo, temos que no longo prazo, o nível de desemprego corrente se iguala à taxa natural de desemprego, e portanto, a moeda é neutra no longo prazo. Portanto, Friedman preconiza que a política monetária não pode “peg the rate of unemployment for more than very limited periods.” (Friedman, 1968, p. 5).

Assim, para manter a taxa de desemprego corrente abaixo da taxa natural, é necessário que os agentes estejam em constante *ilusão monetária,* e portanto, que a

autoridade monetária constantemente frustre as expectativas de inflação. Nesse cenário, os trabalhadores que prefeririam o desemprego voluntário em uma situação de equilíbrio irão ter seus salários reais frustrados, mas a inflação se acelera.

Na concepção monetarista, como os efeitos dessa ilusão não são permanentes, o uso dessa política é contrário aos interesses sociais e portanto não deve ser adotada. Nesse sentido,

> The first and most important lesson that history teaches about what monetary policy can do-and it is a lesson of the most profound importance-is that monetary policy can prevent money itself from being a major source of economic disturbance. (Friedman, 1968, p. 12)

Em suma, a visão monetarista é que qualquer intervenção monetária expansionista é desnecessária e indesejável. Essas ideias conduzem a defesa de um banco central independente e com regras rígidas, como será exposto na seção posterior.

1.3 Os Novos-clássicos

No final da década de 1970, Robert Lucas, Thomas Sargent e Neil Wallace propõem uma nova teoria da política monetária baseada, em grande parte, na teoria monetarista. Para esses teóricos, o erro da teoria monetarista está em usar expectativas adaptativas e não racionais.

Nesse sentido, a análise parte da suposição de que os agentes são racionais e maximizam a sua satisfação tendo como base o modelo relevante para eles, o qual seria a TQM. Nessa análise racional, os agentes não apenas se adaptam a eventos passados (backward-looking), mas também, quando há novas informações, se antecipam e reagem. Portanto, existe o confronto entre as *expectativas adaptativas,* dos monetaristas, e as *expectativas racionais:*

> We study the effects of such policies for two versions of the model: an autoregressive version in which the public's expectations are assumed formed via fixed autoregressive schemes on the variables being forecast, and a rational expectations version in which the public's expectations are assumed equal to objective (mathematical) expectations that depend on, among other things, what is known about the rules governing monetary and fiscal policy. (Sargent e Wallace,1975, p.241-242)

Sob a ótica das expectativas racionais, os agentes, cientes de que um aumento da oferta monetária causará um aumento da inflação, ajustarão os preços relativos, ou seja,

anteciparão a inflação e elevarão os preços e salários da economia. Com isso, conclui-se que uma inflação esperada não tem efeitos sobre as variáveis reais da economia, e por isso, a moeda seria neutra tanto no curto, quanto no longo prazo.

Contudo, de acordo com Thomas Sargent e Neil Wallace (1975), uma inflação inesperada, causada por uma vantagem informacional da autoridade monetária, é capaz de produzir, ainda que temporariamente, efeitos reais na economia. Entretanto, os agentes racionais não podem ser sistematicamente enganados, e portanto, a política monetária eventualmente se tornará ineficaz. Portanto, "There is no systematic rule that the authority can follow that permits it to affect the unexpected part of the price leve" (Sargent e Wallace, 1975), ou seja, não há uma forma sistemática de se produzir consistentemente uma inflação inesperada e afetar a taxa de desemprego antes que o nível de preços tenha crescido proporcionalmente ao estoque de moeda.

1.4 Os Novos-keynesianos

A escola novo-keynesiana, assim como as outras escolas ortodoxas, aceitam a Lei de Say e a Teoria Quantitativa da Moeda. Entretanto, ao contrário da escola novo clássica, aceitam apenas no longo prazo a ideia da neutralidade da moeda na economia. Isto porque, para os novos keynesianos, haveria uma rigidez nos preços relativos, no curto prazo, que resultaria na dificuldade do ajuste dos agentes racionais – a regulação automática do mercado – de ocorrer.

Segundo Mankiw (1990, p. 1656) "Many workers are covered by formal contracts predetermining a nominal wage […]", ou seja, mesmo os trabalhadores cientes do aumento da oferta monetária, não poderão se ajustar em um primeiro momento. Outro aspecto relevante para a teoria das rigidez de preços é a existência de custos de menu para as empresas, os quais seriam "the time taken to inform customers, the customer annoyance caused by price changes, and the effort required even to think about a price change." (Mankiw, 1990, p. 1657). Essa rigidez de preços, permite que um aumento na oferta de moeda impacte as variáveis reais da economia, tais como, taxa de desemprego e renda.

Entretanto, na medida em que a rigidez se dilui no tempo, os preços são ajustados, de modo que a taxa de desemprego converge a taxa natural de desemprego com uma

taxa de inflação maior. Conclui-se, similarmente a escola novo clássica – visto que ambas se baseiam nos fundamentos microeconômicos na macroeconomia –, que, no longo prazo, a moeda é neutra para os novos keynesianos.

Assim, ambas escolas, novo-clássica e novo-keynesiana, convergem para uma mesma teoria de longo prazo e divergem no curto prazo, formando o *mainstream* macroeconômico. Como dito por Gordon (1990, p. 1115) "The adjective new-Keynesian nicely juxtaposes this body of research with its arch-opposite, the new-classical approach".

1.5 A tese da Independência do Banco Central

Os ortodoxos aceitam, em graus diferentes, a ideia de que a moeda é neutra e exógena. Segundo Mollo (2003), são essas "As duas características da moeda que conduzem à concepção ortodoxa adepta da independência do banco central […]". A neutralidade da moeda resulta na inabilidade da política monetária em afetar as variáveis reais de forma consistente no curto ou longo prazo e, portanto, apenas o nível de preço é perturbado por tal política. Além disso, a exogeneidade da moeda existe se e somente se, a autoridade monetária é capaz de controlar a oferta de moeda na economia, logo, "como é a quantidade de moeda que provoca a inflação e é a autoridade monetária a responsável em última análise pela quantidade de moeda, ela é, também, a responsável pela inflação" (Mollo, 2003, p. 335-336).

Logo, para a ortodoxia, o papel da política monetária não é o de impactar a produção real, por serem variáveis que estão fora da capacidade de regulação monetária. Nesse sentido,

> The first requirement is that the monetary authority should guide itself by magnitudes that it can control, not by ones that it cannot control. If, as the authority has often done, it takes interest rates or the current unemployment percentage as the immediate criterion of policy, it will be like a space vehicle that has taken a fix on the wrong star. (Friedman, 1968, p. 14-15)

Dessa forma, a autoridade monetária é responsável apenas pela estabilidade de preços – os verdadeiros reguladores do mercado na teoria ortodoxa - , evitando mudanças bruscas na política monetária. Para tal, surge a necessidade de estabelecer regras que evitem a discricionariedade, ao ponto de que é prescrito por Friedman (1968, p. 16) "[…] the monetary authority go all the way in avoiding such swings by adopting

publicly the policy of achieving a steady rate of growth in a specified monetary total.”, ou seja, a autoridade monetária siga uma regra inflexível.

Além disso, segundo Kydland e Prescott (1977), se houver a possibilidade de discricionariedade na condução da política monetária, o resultado sempre será uma oferta de moeda que causará inflação. É na crença de que o governo terá viés inflacionário que surge a necessidade de desatrelar governo e autoridade monetária. Segundo Mollo (2003), os proponentes da tese da IBC prescrevem regras de emissão e gestão monetária com o intuito de livrar o banco central das pressões do governo, Congresso e bancos. Deste modo, quando diversos países industrializados experienciaram ondas inflacionárias durante a década de 70, a tese da Independência dos bancos centrais (IBC) ganhou força como uma forma de controle inflacionário na literatura econômica e na prática política (Carvalho, 2001).

Outrossim, quanto maior o grau de independência do banco central do governo, menor será o viés inflacionário sobre a condução da política monetária. Nesse contexto, Alex Cuckierman e Steven Webb propuseram quatro critérios para medir o grau de IBC no artigo *Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes* de 1992.

O primeiro critério - “The appointment, dismissal, and term of office of the chief executive officer of the bank [...]” (Kydland e Prescott, 1977) – está relacionado ao grau de rotatividade dos dirigentes, as formas de indicação ao cargo e as possibilidades de demissão dos dirigentes. O segundo critério, *policy formulation,* se refere a quem define a política monetária e quem soluciona conflitos. O terceiro critério são os objetivos do banco central, que foram recolhidos através de um questionário, na condução da política monetária, isto é, se o banco central busca apenas a estabilidade de preços ou se existem conflitos com outros objetivos, como o pleno emprego. Por último, o quarto critério é a possibilidade do banco central emprestar para o setor público de forma geral.

Com base nesses critérios, o objetivo do banco central passa a ser apenas a estabilidade de preços e a independência do banco central, um modo de garantir que não só não haverá interferências do governo ou políticas, mas também que esse objetivo será perseguido a qualquer custo. Nesse sentido,

> The notion of central bank independence underlying this study is not unconditional independence from government, but rather the independence to pursue the objective of price stability, even at the cost of other objectives that may be more important to the political authorities. (kydland e Prescott, 1977, p.

382)

De acordo com Carvalho (2001), a ideia da busca pela estabilidade de preços, independente dos custos sociais, se baseia nos pilares teóricos da economia novo clássica. A ideia das *expectativas racionais* supõe que os agentes anteciparão um aumento da oferta monetária com o reajuste dos preços e salários. Apenas no caso de uma informação superveniente, ou seja, caso os agentes sejam surpreendidos, que será possível o impacto nas variáveis reais temporariamente. Esta possibilidade de ganhos temporários por parte do governo levam ao incentivo a realização de políticas de surpresa e define o viés inflacionário do governo.

Além disso, para a teoria novo clássica, não é possível para o governo realizar políticas de surpresa consistentemente. Se os agentes racionais esperam que a política monetária será expansionista, então ajustam seus preços e salários e o governo deverá pagar pela sua falta de credibilidade com inflação futura. Dessa forma, o governo aumentará a inflação e não alcançará uma taxa de desemprego menor que a taxa natural. A credibilidade então se torna fundamental para os novos clássicos. Nesse sentido,

> A questão da credibilidade coloca-se então como importante, garantindo que os agentes econômicos não serão enganados na tentativa de, via inflação surpresa, obter ganhos transitórios de crescimento e redução do desemprego. (Mollo, 2003, p. 336)

A credibilidade não se limita apenas a práticas não-inflacionárias, mas também a regras ou metas claras, visto que os agentes só causam inflação por erro de acordo com os novos clássicos. A adoção dessas regras ou metas claras e preestabelecidas impedem o descumprimento das mesmas e a consequente perda de credibilidade por parte do banco central, garantindo a reputação necessária para a condução da política monetária (Mollo, 2003).

De acordo com Carvalho (2001), a tese da IBC está baseada no trinômio credibilidade-reputação-delegação. Se o banco central não é independente, então os gestores preferirão resultados pontuais no nível de emprego e renda sobre a *credibilidade* no banco central. Caso essa prática inconsistente se prolongue no tempo, então o banco central perderá a sua *reputação* e os agentes ocorrerão em erros que diminuirão o bem-estar geral da economia. É somente na *delegação* das políticas

monetárias a um terceiro que preserve a credibilidade e reputação que é possível manter a taxa de inflação estável.

Além disso, para os novos clássicos, se o banco central possui credibilidade, então os agentes acreditarão na política e monetária e os custos sociais de uma desinflação serão mínimos ou nem ao menos existirão. Nesse sentido,

> Sob essas circunstâncias favoráveis, se as autoridades monetárias anunciam que eliminarão a variação do estoque de moeda […], os agentes acreditarão que tal política será implementada e desistirão de ajustar seus preços e salários […] (Carvalho, 2001, p. 224)

Assim, na visão ortodoxa, a independência do banco central é não somente necessária para o funcionamento da economia de maneira ótima, mas também desejável para a manutenção desse equilíbrio sem custos sociais.

2. Política monetária na Heterodoxia

O pensamento ortodoxo abordado no capítulo anterior é parte do pensamento nas últimas décadas da ciência econômica. As prerrogativas inerentes ao pensamento *mainstream* partem da negação dos efeitos da moeda sobre a economia real e da presunção de controle da moeda pela autoridade monetária – a exogeneidade da moeda. Partindo disso, concluem os ortodoxos que a atuação do Estado na política monetária é inócua e indesejável para estimular o desenvolvimento ou o crescimento da renda e do emprego, sendo a Tese da Independência do Banco Central uma das formas de impedir que haja interferências perigosas na economia. Apenas o controle de preços cabe à política monetária.

Em contraposição, as correntes de pensamento heterodoxo rebatem as suposições ortodoxas da neutralidade e exogeneidade da moeda e, consequentemente, também os motivos para a tese do IBC. Para os heterodoxos, a moeda tem grande importância, na medida que é não neutra e endógena, como instrumento de conduções de política econômica.

Neste capítulo será analisada a importância da moeda em duas escolas heterodoxas: os pós-keynesianos e os marxistas. Em seguida, veremos as conclusões de ambas as escolas sobre o papel do estado na política monetária, na condução da política monetária e da política fiscal. Por fim, veremos o motivo pelo qual ambas escolas rejeitam a ideia de que a Independência do Banco Central seja necessária ou mesmo desejável.

2.1 Keynes e os Pós-keynesianos

No pensamento heterodoxo, a moeda é um elemento econômico altamente relevante. Pós-keynenesianos e marxistas – ainda que de maneiras diversas - rejeitam as ideias de neutralidade e exogeneidade da moeda, assim portanto, também rejeitam a ideias do IBC e das regras monetárias.

John Maynard Keynes, na Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda de 1936, propõe que a moeda é socialmente de grande valor, na medida em que a sua liquidez

protege indivíduos e firmas contra as incertezas econômicas. Para Keynes (1936), “the importance of money essentially flows from its beign a link between the present and the future”. Da mesma forma, para os pós-keynesianos, a retenção de moeda causada pela preferência pela liquidez desses indivíduos – firmas, bancos e sociedade em geral – torna a oferta monetária necessariamente endógena. Isto ocorre quando a incerteza for elevada, levando os agentes a preferirem entesourar – já que a moeda é o ativo mais líquido – se protegendo de eventuais imprevisibilidades futuras.

Disso surge uma grande preocupação, visto que esse comportamento causa o arrefecimento da oferta de crédito por parte dos bancos, o que impossibilita o financiamento do investimento e, portanto, atravanca o crescimento. Além disso, o perigo que a preferência pela liquidez – principalmente no caso de uma crise de liquidez – apresenta para o crescimento da economia está relacionada ao papel fundamental do crédito na economia. Para os pós-keynesianos, o crédito tem o papel de permitir investimentos, já que a redução dos juros pode deixar a rentabilidade marginal do investimento superior ao seu custo e, portanto, estimulá-lo, sendo capaz de gerar renda e emprego. Estes seriam em valores acima do valor inicial do investimento, em decorrência do efeito multiplicador. De acordo com Keynes,

> If the grant of a bank credit to an entrepreneur additional to the credits already existing allows him to make an addition to current investment which would not have occurred otherwise, incomes will necessarily be increased and at a rate which will normally exceed the rate of increased investment. (Keynes, 1937, p, 47)

De maneira análoga, os efeitos de uma contenção monetária seriam opostos a estes, porque não apenas os investimentos adicionais não seriam realizados, como também é possível que haja queda no nível de investimento, reduzindo emprego e renda via multiplicador (Mollo, 2003). Para evitar isso, portanto, é necessário ter controle sobre a política monetária – rejeitar as regras monetárias – para manter a taxa de juros em patamares menores que a eficiência marginal do capital (EMC) e permitir os investimentos.

Segundo Minsky (1980), a estrutura social desenhada pelo capitalismo é permeada pela instabilidade financeira. Nesse sentido, uma das maiores preocupações que surgem é justamente a da preferência pela liquidez dos bancos comerciais, assim “The essential liquidity preference in a capitalist economy is that of bankers and businessmen” (Minsky, 1980, p. 508). Durante momentos de prosperidade e otimismo, Minsky afirma que existirá

uma tendência a “overestimation by borrowers and lender of the risks of external finance” e, portanto, ocorre um crescimento do endividamento. Quando o otimismo chega ao fim, os bancos restringem o crédito e inibem o investimento. Esta inibição por sua vez, derruba a renda e o emprego, causando a queda nos lucros das firmas. Para Minsky (1980), “falling profits frustrate their attempts to decrease ther indebtedness”. É imperativo, portanto, a intervenção do Banco Central para evitar a crise de insolvência generalizada. Para Mollo (2004),

> Para evitar tais crises, o Banco Central precisa ter um papel ativo de emprestador em última instância, emitindo e emprestando ao sistema bancário para evitar o crescimento da taxa de juros [...] Só o Banco Central, nessas condições, pode abortar crises, porque emite a moeda que atende aos diferentes graus depreferência pela liquidez. Esta é outra forma de ver a não neutralidade da moeda. (Mollo, 2004, p. 338)

Diante disso os pressupostos básicos da ortodoxia monetária são rejeitados. O fundamental, referente a Lei de Say, resulta num equilíbrio geral dos mercados – através do fluxo circular – em que a oferta e demanda estão em identidade, ou de outra forma, a oferta cria sua própria demanda ao gerar as rendas de “salários, lucros, juros, rendas fundiárias e alugueis” (Mollo, 2004) que serão utilizadas aquisição dos produtos ofertados. Entretanto, a harmonia desse sistema só é possível na hipótese de que a moeda não é desejável por si mesma, o que contraria o comportamento da preferência pela liquidez que os agentes demonstram diante da incerteza. Isto posto, caso haja entesouramento na economia – a moeda passa a ser endógena – teremos então que segundo Mollo (2004) “O resultado é a crise, ou a negação da Lei de Say, com superprodução ou produção invendável, de um lado, e desemprego, do outro.”.

A existência das crises de superprodução, portanto, possuem dois desdobramentos. O primeiro é de que a moeda não pode ser controlada em última instância pela autoridade monetária, na medida em que existe o entesouramento na economia e este é necessariamente imprevisível. Portanto, “quando se supõe o entesouramento, a moeda é necessariamente endógena” (Mollo, 2004, p.324). O segundo é a não neutralidade da moeda causada pelo entesouramento. Se existe entesouramento, então parte da oferta não será realizada em vendas e, portanto, haverá um impacto negativo da moeda sobre a produção.

De mesma forma, os pressuposto necessários para aceitar a Lei de Say são os mesmos para a Teoria Quantitativa da Moeda. Logo, a rejeição de uma é a rejeição da outra. A TQM pressupõe que a velocidade de circulação da moeda é uma variável

exógena – no mínimo calculável. O entesouramento derruba esse pressuposto ao adicionar a imprevisibilidade, impedindo a autoridade monetária (Banco Central) de controlar a quantidade de moeda com eficácia. Outro pressuposto é de que a variação da quantidade moeda afeta única e exclusivamente o nível de preços, mas nunca o produto real da economia. De maneira análoga, o entesouramento impede a venda de todas as mercadorias, causando queda no produto real da economia, ou seja, a moeda é não neutra caso haja entesouramento. Segundo Mollo (2004), "É a aceitação da neutralidade que justifica a prioridade de controle dos preços sobre a garantia do crescimento econômico". Sendo assim, é a aceitação da não neutralidade da moeda que torna indesejável um Banco Central, que passa a ser utilizado apenas para manter a inflação sob controle, através de regras rígidas.

De maneira oposta, os pós-keynesianos não creditam a inflação a causas monetárias, mas sim a fenômenos reais da economia. Nesse sentido, é o aumento dos custos para se produzir, tais como o salário, que impulsionam o aumento dos preços, de sorte que o aumento da quantidade de moeda é mera consequência do aumento dos custos transcorrido. De outra forma,

> Para os que assumem que a moeda apenas acomoda movimentos anteriores dos preços, a ideia é a de que na equação de trocas MV = Py a causalidade vai de Py para MV, na medida em que a renda nominal Py é financiada por aumentos de empréstimos, o que leva residualmente a aumentos de M no outro lado dos balanços bancários. (Mollo, 2004, p. 335)

Dessa maneira, surge a motivação de compreender os motivos relevantes para o aumento dos custos e o consequente impacto inflacionário. Do ponto de vista pós-keynesiano, parte relevante desse aumento é causado pelo atrito de interesses conflitantes na sociedade, que buscam constantemente o aumento da sua renda, ou de grupos que atuam em concorrência imperfeita e constantemente atuam para aumentar suas margens de lucro.

O mundo pós-keynesiano é dotado de incerteza. Diferentemente dos ortodoxos, que assumem que a incerteza não existe ou é meramente calculável, os heterodoxos estão preocupados com a incerteza que não pode ser calculada, que deriva do desconhecido e da inabilidade do homem conhecer o futuro. Keynes, na Teoria Geral, busca compreender as decisões de investimento de longo prazo através da relação entre o preço do capital e a renda potencial. Esta estaria atrelada diretamente ao sentimento

humano, ao que ele nomeou *animal espirits*,

> Most, probably, of our decisions to do something positive, the full consequences of which will be drawn out over many days to come, can only be taken as a result of animal spirits—of a spontaneous urge to action rather than inaction, and not as the outcome of a weighted average of quantitative benefits multiplied by quantitative probabilities. (Keynes, 1936, p. 81)

Portanto, Keynes afirma que as depressões e os momentos de prosperidade econômica são dependentes da política e atmosfera social agradar ou não o homem médio. Dessa forma, não basta realizar um cálculo frio dos custos e benefícios de um projeto para entender as decisões de investimento, mas também é fundamental compreender "the nerves and hysteria and even the digestions and reactions to the weather of those upon whose spontaneous activity it largely depends" (Keynes, 1936). Entretanto, não se pode concluir que tudo na economia dependa da irracionalidade, sentimentos e humores. Pelo contrário, Keynes afirma que o estado das expectativas de longo prazo são comumente estáveis e "even when it is not, the other factors exert their compensanting effects" (Keynes, 1936). A constatação da racionalidade em ambiente de incerteza é, antes de mais nada, um alerta para a impossibilidade de prever as decisões humanas baseando-se exclusivamente em cálculos matemáticos. Em resumo, é assumir que, na tomada de decisões, serão realizados os cálculos possíveis com as informações disponíveis, mas em última análise, "falling back for our motive on whim or sentiment or chance" (Keynes, 1936).

Assim, em um mundo guiado pela incerteza, os empreendedores devem tomar decisões no presente que impactarão o futuro. As decisões de quanto produzir, níveis de utilização do capital, salários e o valor de venda do produto final são todas realizadas num mundo de incerteza, em que não existe garantia de estar certo. Pelo contrário, é necessário que constantemente sejam feitos ajustes para se adequar as novas realidades impostas (Rousseas, 1998).

Em contraste com a teoria ortodoxa – que afirma que o dinheiro não é capaz de afetar o produto real, mas apenas o nível de preços -, os heterodoxos estudam uma economia em que o crédito tem um papel fundamental e a oferta de moeda depende inúmeros fatores. Nesse sentido, a moeda possui certas peculiaridades, quando permite que os indivíduos a utilizem como reserva de valor, na medida em que os mercados são voláteis. Para Keynes, caso não houvesse a incerteza na economia, não haveria necessidade de se possuir valores monetários além dos necessários para as transações

correntes, de modo que qualquer valor excedente deveria ser investido a uma taxa de juros positiva. Para além disso, dado que a taxa de juros é sempre não-negativa, haveria sempre o incentivo para que não se mantenha a riqueza de um indivíduo na forma de moeda,

> At this point, however, let us turn back and consider why such a thing as liquidity-preference exists. In this connection we can usefully employ the ancient distinction between the use of money for the transaction of current business and its use as a store of wealth. As regards the first of these two uses, it is obvious that up to a point it is worth while to sacrifice a certain amount of interest for the convenience of liquidity. But, given that the rate of interest is never negative, why should anyone prefer to hold his wealth in a form which yields little or no interest to holding it in a form which yields interest? (Keynes, 1936, p.84)

Deste modo, o dinheiro ganha uma peculiaridade na economia capitalista. Em uma economia monetária, as mudanças de expectativas em relação ao futuro são capazes de influenciar não somente a direção do emprego, mas também a sua quantidade (Keynes, 1936). No capítulo 17 da Teoria Geral, “The Essential Properties of Money”, Keynes propõe que a moeda teria uma taxa de juros em si própria – *rate of interest on money* – que teria um papel essencial ao ser um novo limiar para comparação com a eficiência marginal do capital,

> It seems, then, that the rate of interest on money plays a peculiar part in setting a limit to the level of employment, since it sets a standard to which the marginal efficiency of a capital-asset must attain if it is to be newly produced. (Keynes, 1936, p. 111)

Para Keynes, a taxa de juros da moeda seria nada mais que “the percentage excess of a sum of money contracted for forward delivery” (Keynes, 1936), ou seja, a quantidade definida que deve ser recebida no futuro que equivalha ao valor entregue hoje. Depreende-se então que é possível que todos os ativos possuam uma taxa de juros análoga a taxa de juros da moeda,

> It would seem, therefore, that for every kind of capital-asset there must be an analogue of the rate of interest on money. For there is a definite quantity of (e.g.) wheat to be delivered a year hence which has the same exchange value to-day as 100 quarters of wheat for 'spot' delivery. If the former quantity is 105 quarters, we may say that the wheat-rate of interest is 5 per cent per annum; and if jt is 95 quarters, that it is minus 5 per cent per annum. Thus for every durable commodity we have a rate of interest in terms of itself;—a wheat-rate of interest, a copper-rate of interest, a house-rate of interest, even a steel-plant-rate of interest. (Keynes, 1936, p. 111)

Desta forma, Keynes busca justificar por que o dinheiro teria a característica peculiar e extremamente importante de definir o padrão no qual a eficiência marginal do capital de um bem de capital deva atingir para justificar ser produzido. Para tal, Keynes

elenca três atributos chave da moeda: o rendimento de um ativo (*q*); a depreciação de um ativo no tempo (*c*); um prêmio de liquidez (*l*). Assim, o valor esperado de um ativo qualquer é dado pela equação:

$$q - c + l$$

No caso da moeda, temos que *q* e *c* são variáveis poucos significantes, porque a moeda não possui um rendimento e sua depreciação é praticamente inexistente. Dai conclui-se que o valor de *l* deve ser muito superior ao de *c*, o que é pertinente, visto que a moeda é o ativo mais líquido da economia. Dai conclui-se o efeito peculiar que a moeda desempenha na decisão de investimentos,

> From all this it follows that a rise in the money-rate ofinterest has a negative effect on all other goods whose pro-duction is relatively elastic. At the same time the rise inthe price of money will not cause an increase in the supply of money, since the production of money is perfectly in-elastic. The pace of commodity-interest rates is thereforeset by the money-rate of interest which inversely affectsinvestment in the production of goods. (Rousseas, 1998, p. 30-31)

Portanto, os pós-keynesianos distinguem claramente ativos monetários e reais. Os primeiros são desejados pelos retornos e pelo seu alto grau de liquidez, enquanto os segundos não possuem a característica de ser reserva de valor e nem liquidez. Assim, é essa característica de alta liquidez da moeda e dos produtos financeiros equivalentes a moeda que causa impacto na velocidade de circulação da moeda e afeta diretamente a economia monetária (Rousseas, 1998). Assim, caracteriza-se o papel crucial da moeda em uma economia monetária, em que o comportamento da moeda é fundamental para entendermos o curso dos eventos no curto ou longo prazo, sendo esta capaz de afetar motivos e decisões (Cardim, 2001).

Keynes elaborou sua teoria com base em uma economia que opera com um mercado de títulos públicos bastante organizado e com movimentações significativas de recursos. A partir desse arranjo institucional, é possível entender as políticas monetárias do ponto de vista de decisões de portfólio. Nesse contexto, Cardim (2001) aponta os três instrumentos que uma autoridade monetária possui para atingir seus objetivos: (1) a fixação compulsória de reservas bancárias; (2) a determinação da taxa de juros das operações de redesconto e empréstimos de liquidez; e (3) as operações de compra e venda de títulos públicos. Os primeiros dois instrumentos são fundamentais na determinação da capacidade dos bancos comerciais em realizar empréstimos a

empresários, para que possam antecipar a renda futura e arcar com seus compromissos presentes, tais como fornecedores e folha salarial. Logo, os bancos surgem para atender as necessidades de recursos de uma empresa, que raramente são capazes de atender à si mesmas, porque raramente possuem ativos com a liquidez necessária.

Disto surge um interesse mútuo de cooperação. Por um lado, as firmas utilizam os bancos comerciais para antecipar suas receitas e arcar com as despesas correntes, por outro, os bancos comerciais têm interesse nesse tipo particular de empréstimo, que é relativamente líquido, visto que os produtores realizam suas mercadorias em moeda rapidamente. Portanto, os bancos ganham um papel fundamental na economia, em que afetam diretamente o volume produzido pelas firmas. Ademais, a autoridade monetária, ao fixar as reservas bancárias compulsórias ou determinar a taxa de juros das operações de redesconto, afeta o volume de crédito que os bancos estão dispostos a emprestar e, portanto, também afeta as decisões de produção das firmas (Cardim, 2001).

Além disso, os pós-keynesianos ainda salientam o papel da autoridade monetária nas decisões de investimento. Um potencial investidor possui um leque de opções de investimento, entre elas os títulos públicos ou bens de capital. Segundo Cardim (2001), no momento da decisão, dois quesitos são levados em consideração: a rentabilidade esperada e a liquidez. É imperativo notar que a liquidez um título público é superior ao de uma máquina. Conclui-se que se a rentabilidade dos títulos públicos for igualmente superior, o investidor optará pela compra dos mesmos em detrimento de realizar investimentos em bens de capital.

Do contrário, se a rentabilidade – eficiência marginal do capital – for superior à taxa de juros, então existirá o aumento da demanda por bens de capital, ou seja, as decisões de investimento migrarão da compra de títulos públicos para a compra de máquinas, equipamentos, instalações industriais, etc. Em suma, teremos que uma diminuição da taxa de juros é responsável pelo aumento da rentabilidade relativa dos ativos. Da mesma forma, um aumento da taxa de juros, corresponderá a um estímulo negativo na demanda por ativos de capital. Nesse sentido, Keynes prescreve que

> The expectation of a fall in the value of money stimulates investment, and hence employment generally, because it raises the schedule of the marginal efficiency of capital, i.e. the investment demand-schedule; and the expectation of a rise in the value of money is depressing, because it lowers the schedule of the marginal efficiency of capital. (Keynes, 1936, p. 72)

Para os pós-keynesianos essas decisões de investimento são tomadas pela

incerteza, de forma que existe a impossibilidade de se calcular ou conjecturar racionalmente o que ocorrerá no futuro. Nesse sentido, diante do futuro desconhecido, resta aos agentes comparar as expectativas de rendimento – a eficiência marginal do capital – com a taxa de juros corrente. Apenas quando os ganhos forem superiores é que é possível realizar os investimentos. Entretanto, tanto a rentabilidade esperada, quanto a taxa de juros são variáveis extremamente instáveis e imprevisíveis. Sendo assim, as decisões de investimento na economia se tornam reféns do otimismo dos investidores, do seu *animal espirit*.

Surge então, a possibilidade do Estado atuar para aumentar a estabilidade das decisões de investimento. Um dos instrumentos que o Banco Central possui para diminuir a taxa de juros é comprando títulos públicos no chamado *open-market.* Ao realizar essa operação, o BC afeta diretamente as quantidades de títulos públicos no mercado e de moeda na economia. Quando ocorre a compra, é reduzida a taxa de juros e expandida a quantidade de moeda, logo, a aquisição de títulos públicos se torna menos atrativa (Cardim, 2001). Dessa forma, a rentabilidade esperada dos investimentos sobe, elevando a demanda por esses ativos.

Na visão dos pós-keynesianos, a compra de títulos públicos no *open-market* é uma opção melhor, para estimular as decisões de investimento, em comparação com os instrumentos supracitados de redução dos percentuais de reservas bancárias compulsórias ou da taxa de juros de operações de redesconto. Isto ocorre porque não existe garantia que um aumento no volume do crédito disponível irá aumentar a demanda por este crédito, sendo assim “os agentes privados não teriam motivos para alterar a composição dos seus portfólios adquirindo ativos ilíquidos […]” e estes ativos “teriam seus retornos esperados inalterados” (Cardim, 2001, p. 169). Contudo, existe um cenário em que a redução das reservas bancárias compulsórias seria capaz de aflorar o investimento, quando ocorre em um cenário em que existe uma demanda reprimida por crédito para financiar os investimentos. Entretanto, essa política é limitada e não é suficiente além do ponto que satisfaz a demanda reprimida (Cardim, 2001).

Entender os motivos que impactam as decisões de investimento é fundamental, porque este possui um papel importantíssimo na definição da renda de uma nação. Segundo Keynes, o investimento é a causa última na determinação da renda e da poupança. Ao contrário da hipótese da poupança prévia, apresentada pelos ortodoxos,

em que o investimento só pode ocorrer se houver um uma poupança correspondente que o permita, Keynes apresenta o circuito financiamento-investimento-poupança-funding, em que a poupança passa a ser um resultado do processo de investimento, e não uma condição prévia para a sua realização (Cardim, 2001). Além disso, os bancos comerciais são apresentados como os determinadores fundamentais da oferta agregada de fontes de financiamento, através do crédito, que por sua vez seria determinada pela preferência pela liquidez dos mesmos.

Durante a decisão de investimento, o investidor possui algumas possibilidades para adquirir os bens de capital que necessita. Uma delas é a decisão de tomar empréstimos junto aos bancos. Essa decisão é particularmente interessante em uma economia monetária, na medida em que os bancos comerciais não são apenas meros intermediários entre poupadores e investidores. É possível que um banco comercial possua poupança e escolha não emprestar ao investidor, devido a um aumento pela preferência pela liquidez. Da mesma forma, os bancos podem emprestar recursos sem poupança prévia, quando multiplicam os depósitos ao conceder crédito (multiplicador monetário).

Em um primeiro momento, no circuito, os bancos comerciais promovem o financiamento de curto prazo – motivo *finance* – aos investidores, sem a existência de poupança prévia. Em seguida, os investidores irão ao mercado de bens de capital realizar a compra de máquinas e equipamentos. Nesse momento, as empresas responsáveis pela produção de bens de capital contratarão mão-de-obra adicional para viabilizar a produção desses bens. A mão de obra, que chamaremos de famílias, receberá esse superavit financeiro e alocar parte desse recurso para consumo, e outra parte para poupança. Por último, o *funding* é a conversão dos empréstimos de curto prazo, concedidos inicialmente, em prazos maiores, que serão compatíveis com o prazo de maturação do investimento. Os recursos necessários para realizar o *funding* surgem dos poupadores não gastam a totalidade da sua renda e possuem baixa preferência pela liquidez, mas não diretamente da poupança. Portanto, para os pós-keynesianos, a poupança não possui importância alguma, na medida em que o investimento ocorre previamente e o *funding* depende exclusivamente da preferência pela liquidez dos poupadores. É importante salientar que a poupança estará sempre disponível, porque o investimento gera um aumento multiplicado na renda, mas nem sempre os poupadores

terão uma baixa preferência pela liquidez. Outra forma de entender a igualdade entre poupança e investimento é através da seguinte igualdade:

$$Y = cY + I,$$

em que *c* é a proporção da renda destinada ao consumo, *I* é o investimento e *Y* é a renda. Isolando o *I*, temos:

$$I = (1 – c)Y,$$

Quanto a poupança (*S)*, ela será por definição a parte da renda não consumida:

$$S = Y – cY,$$

que é o mesmo que:

$$S = (1 – c)Y,$$

de forma que ocorre a igualdade,

$$S = I$$

Portanto, dessa igualdade conclui-se que a poupança sempre irá se igualar ao investimento, por meio do aumento da renda em decorrência do multiplicador envolvido na realização de novos investimentos. Dai a previsão pós-keynesiana de não necessidade de poupança prévia, mas sim da disposição dos bancos para realizarem os empréstimos de curto prazo, no momento do financiamento.

Não obstante a citada igualdade, ainda se faz necessário que os poupadores estejam dispostos a financiar investimentos de médio e longo prazo. Caso isso não ocorra, os investidores irão ter que continuamente realizar empréstimos de curto prazo – incompatíveis com a maturação do investimento –, encarecendo e possivelmente inviabilizando a escalada do processo de investimento. Dessa forma,

> The entrepreneur when he decides to invest has to be satisfied on two points: firstly, that he can obtain sufficient short-term finance during the period of producing the investment; and secondly, that he can eventually fund his short-term obligations by a long-term issue on satisfactory conditions. Occasionally he may be in a position to use his own resources or to make his long-term issue at once; but this makes no difference to the amount of " finance " which has to be found by the market as a whole, but only to the channel through which it reaches the entrepreneur and to the probability that some part of it may be found by the

> release of cash on the part of himself or the rest of the public. Thus it is convenient to regard the twofold process as the characteristic one. (Keynes, 1937, p. 664)

De maneira consolidada, a moeda desempenha papéis importantes na definição do investimento. Em um primeiro momento, o investidor decidirá investir caso EMC > *i*, do que decorre a responsabilidade do Banco Central de diminuir a taxa de juros utilizando a expansão monetária, através das compras de títulos públicos no *open-market*. Em um segundo momento, o investidor busca os bancos comerciais, que podem criar depósitos sem poupança prévia, para financiar as suas empreitadas. Dessa forma, fica claro o impacto que a moeda possui sobre o Investimento – uma variável real da economia – e, portanto, podemos considerar a moeda não neutra tanto no curto, quanto no longo prazo. Conclui-se então a rejeição dos pós-keynesianos aos axiomas da TQM. Por fim, fica evidente o papel fundamental da política monetária em uma economia monetária.

Na visão pós-keynesiana, cabe ao Estado executar política monetária voltada a manutenção e estímulo do emprego e da renda. Esse papel é ainda mais crucial quando o investimento se encontra estagnado, em que o Banco Central pode intervir para solucionar o problema, diminuindo a taxa de juros.

Como visto anteriormente, o Banco Central pode operar no *open-market*, comprando ou resgatando títulos públicos, de modo a contrair ou expandir a base monetária. Da mesma forma, o BC pode operar através de outros instrumentos, tais como a redução das reservas compulsória dos bancos ou reduzindo a taxa de redesconto. Todos esses instrumentos têm por objetivo diminuir a taxa de juros e estimular o financiamento de novos investimentos.

Contudo, caso o BC opere aumentando a taxa de juros, então haverá consequências negativas para o investimento. Na visão de um potencial investidor, as escolhas de investimento em bens de capital se tornam menos atrativas, porque a taxa de juros aumenta enquanto a eficiência marginal do capital não consegue superá-la. Assim, esses potenciais investidores desistem de buscar o financiamento bancário e os investimentos não se realizam. Dessa forma, fica clara a necessidade da intervenção do Estado na política monetária, com o objetivo de reduzir a taxa de juros e viabilizar os investimentos.

Entretanto, a diminuição da taxa de juros não é por si só suficiente para garantir a estabilidade dos investimentos em todos os momentos. Isso ocorre porque, em um cenário de incerteza, a eficiência marginal do capital será negativamente impactada. Para

Keynes, a eficiência marginal do capital nada mais é que,

> the marginal efficiency of capital is here defined in terms of the expectation of yield and of the current supply price of the capital-asset. It depends on the rate of return expected to be obtainable on money if it were invested in a newly produced asset; not on the historical result of what an investment has yielded on its original cost if we look back on its record after its life is over. (Keynes, 1936, p.69)

de forma que expectativas negativas, incertezas e pessimismo afetam a percepção dos investidores – seu *animal espirits* – que passam a esperar retornos cada vez menores dos ativos. Assim, a política monetária não é suficiente para garantir o investimento no longo prazo, visto que estão sempre presentes os momentos de incerteza na economia.

Disso decorre a necessidade da intervenção da política fiscal. Em momentos de alta incerteza em que mesmo com a taxa de juros em patamares mínimos os investimentos privados não ocorrem, o governo pode investir de maneira subsidiária. Com o investimento público, ocorrerá o aumenta da renda e emprego e, portanto, o otimismo economia florescerá novamente. Dessa maneira, a política fiscal tem um papel fundamental em estabilizar o investimento no longo prazo.

2.2 Os Marxistas

Na visão marxista, o capitalismo difere dos modos de produções anteriores a ele, tais como o feudalismo e escravismo. É preciso, portanto, entender as complexidades inerentes ao modo de funcionamento capitalista e suas principais características, para compreender como esse modo de produção se caracteriza. O sistema capitalista ocorre em uma sociedade produtora de mercadorias, em que no processo de produção surge o fenômeno da mais-valia – o lucro do capitalista. Além disso, o dinheiro tem uma importância fundamental no capitalista, na medida em que todos compram ou vendem mercadorias – sendo essencial para a sobrevivência humana, de forma que o dinheiro ganha contornos além de um mero meio de trocas.

No capitalismo, a produção passa a ser voltada para a obtenção de lucro. Dessa forma, enquanto nos sistemas anteriores a produção tinha o objetivo de suprir as necessidades de consumo, o sistema capitalista de produção tem o objetivo de comercializar o excedente para ampliar a produção e a riqueza.

Também no capitalismo a produção é de mercadorias e todos são compradores e vendedores. Como os meios de produção são de propriedade privada do capitalista e eles não têm a posse deles como no feudalismo, os trabalhadores não podem produzir algo para vender. Para ter acesso aos meios de produção e produzir, precisam vender ao capitalista sua capacidade de trabalho ou força de trabalho que, então, vira mercadoria.

Assim, no capitalismo surge a figura do capitalista, responsável pela compra da força de trabalho e dos meios de produção, com o objetivo de gerar lucro. Por outro lado, o trabalho aliena a sua força de trabalho para o capitalista, para garantir o dinheiro necessário a sua sobrevivência. Assim, o dinheiro ganha uma importância visceral, para capitalistas e trabalhadores.

Portanto, para poder sobreviver sem possuir os meios de produção, o trabalhador "precisa vender a sua força de trabalho a um capitalista" (Marx, 1996). Assim, a base da produção de mercadorias será o trabalho assalariado, de modo que a própria força de trabalho será uma mercadoria.

Além disso, Marx diferencia bens e mercadorias. Nesse sentido, é necessário que um bem possua outras características além da sua utilidade para ser considerado uma mercadoria. Para Marx,

> Uma coisa pode ser útil e produto do trabalho humano, sem ser mercadoria. Quem com seu produto satisfaz sua própria necessidade cria valor de uso mas não mercadoria. Para produzir mercadoria, ele não precisa produzir apenas valor de uso, mas valor de uso para outros, valor de uso social. E não só para outros simplesmente. O camponês da Idade Média produzia o trigo do tributo para o senhor feudal, e o trigo do dízimo para o clérigo. Embora fossem produzidos para outros, nem o trigo do tributo nem o do dízimo se tornaram por causa disso mercadorias. Para tornar-se mercadoria, é preciso que o produto seja transferido a quem vai servir como valor de uso por meio da troca. (Marx, 1996, p. 170)

Disso decorre o duplo caráter da mercadoria, em que hora é 'valor de uso', outra é 'valor'. Para Marx (1996), o capitalista se "importa apenas com a produção de valor de troca", na medida em que está preocupado exclusivamente com a venda, lucro e a consequente acumulação de capital. O valor de troca, por sua vez, é determinado pela "quantidade de trabalho socialmente necessário, materializado nas mercadorias" (Marx, 1996, p. 95), mas não pelo seu valor de uso comparado com outras mercadorias, já que é impossível comparar a utilidade de objetos distintos. Portanto, é o trabalho abstrato que se torna a substância comum entre as mercadorias e podemos definir o valor de troca de uma dada mercadoria como o tempo médio de trabalho socialmente necessário para produzi-la.

Em uma sociedade capitalista, a produção de mercadorias ocorre na esfera privada. Entretanto, essa produção não se mantém na esfera privada, mas é destinada para a venda. É nesse momento de troca que “os produtos recebem uma objetividade de valor socialmente igual, separada da sua objetividade de uso, fisicamente diferenciada.” (Marx, 1996, p. 199). Portanto, o trabalho privado é validado em trabalho social pela venda. Assim, é justamente nesta validação que a mercadoria gera um valor em dinheiro para o capitalista, demonstrando a importância que o valor de troca e o dinheiro possuem na sociedade.

Do ponto de vista dos trabalhadores, existe uma obrigação em vender a força de trabalho aos capitalistas. Não possuindo bens de capital, resta ao trabalhador alienar a sua força de trabalho em troca da subsistência. Entretanto, a exploração do trabalhador não é uma troca voluntária, mas sim uma coação, requisito básico para a acumulação de capital. De acordo com Marx (1996), “para os proprietários dos meios de produção e de subsistência, a exploração da força de trabalho assalariada é a condição básica da acumulação do capital mediante relações de produção já de natureza capitalista”.

A exploração está intimamente ligada com a capacidade da força de trabalho de gerar excedentes, ou seja, criar um valor maior do que o próprio valor. Dessa capacidade, surge então a mais-valia: quando o capitalista tem um custo com o trabalhador equivalente ao necessário para reproduzir sua força de trabalho em termos médios sociais, mas este produz um valor acima disso. Marx exemplifica o caso de um fiandeiro,

> Tomemos o exemplo do nosso fiandeiro. Vimos que, para recompor diariamente a sua força de trabalho, esse fiandeiro precisava reproduzir um valor diário de 3 xelins, o que realizava com um trabalho diário de 6 horas. Isso, porém, não lhe tira a capacidade de trabalhar 10 ou 12 horas e mais, diariamente. Mas o capitalista, ao pagar o valor diário ou semanal da força de trabalho do fiandeiro, adquire o direito de usá-la durante todo o dia ou toda a semana. Fá-lo-á trabalhar, portanto, digamos, 12 horas diárias, quer dizer, além das 6 horas necessárias para recompor o seu salário, ou o valor de sua força de trabalho, terá de trabalhar outras 6 horas, a que chamarei de horas de sobre trabalho, e esse sobre trabalho irá traduzir-se em uma mais-valia e em um sobre produto. Se, por exemplo, nosso fiandeiro, com o seu trabalho diário de 6 horas, acrescenta ao algodão um valor de 3 xelins, valor que constitui um equivalente exato de seu salário, em 12 horas acrescentará ao algodão um valor de 6 xelins e produzirá a correspondente quantidade adicional de fio. E, como vendeu sua força de trabalho ao capitalista, todo o valor, ou todo o produto, por ele criado pertence ao capitalista, que é dono de sua força de trabalho, *pro tempore*. Por conseguinte, desembolsando 3 xelins, o capitalista realizará o valor de 6, pois com o desembolso de um valor no qual se cristalizam 6 horas de trabalho receberá em troca um valor no qual estão cristalizadas 12 horas. Se repete, diariamente, essa operação, o capitalista desembolsará 3 xelins por dia e embolsará 6, cuja metade tornará a inverter no

> pagamento de novos salários, enquanto a outra metade formará a mais-valia, pela qual o capitalista não paga equivalente algum. (Marx, 1996, p. 101 e 102)

Ocorre essa exploração, porque o objetivo final do capitalista é o lucro, que sai da mais-valia, de onde saem também os juros e as rendas da terra. Nesse sentido, o capitalista busca a exploração da força de trabalho justamente por ela possuir características especiais. Na sociedade capitalista, a força de trabalho é a única mercadoria que gera um valor maior do que o seu próprio valor.

Vimos, portanto, a importância do dinheiro como validador social do trabalho privado, como meio de sobrevivência dos trabalhadores que alienam sua força de trabalho e também como lucro para o capitalista. Logo, o dinheiro está inserido em todo o estrato social e é o responsável por inserir o homem na sociedade, seja vendendo ou comprando. Para além disso, Marx também atribuiu ao dinheiro o papel de equivalente geral,

> Mas apenas a ação social pode fazer de uma mercadoria equivalente geral. A ação social de todas as outras mercadorias, portanto, exclui determinada mercadoria para nela representar universalmente seus valores. A forma natural dessa mercadoria vem a ser assim a forma equivalente socialmente válida. Ser equivalente geral passa, por meio do processo social, a ser a função especificamente social da mercadoria excluída. Assim ela se torna — dinheiro. (Marx, 1996, p. 211)

Além do dinheiro, o crédito possui grande importância na teoria marxista. Durante o ciclo da reprodução do capital, o capitalista utiliza o dinheiro para comprar a força de trabalho e os meios de produção, que são utilizados no processo de produção para gerar excedentes. Ao final, o capitalista terá uma produção maior do que os custos incorridos para produzi-la, que gerará um valor monetário maior do que o investido inicialmente. Podemos indicar esse ciclo pelo seguinte esquema:

$$D \rightarrow M \rightarrow \text{produção} \rightarrow M' \rightarrow D'$$

Onde D é o dinheiro investido inicialmente; M é o valor da força de trabalho e dos meios de produção; M’ são as mercadorias produzidas; D’ é o dinheiro adquirido ao final do ciclo. Definimos D’ menos D como a mais-valia (lucro, renda e juros).

No capitalismo, o crédito permite que não se necessite do D inicial para realizar novos investimentos. Sem o crédito, o capitalista teria que esperar a realização dos seus lucros com D’ e acumular capital suficiente para iniciar novas empreitadas. Nesse

sentido, o crédito terá o papel de antecipar novos investimentos e, portanto, potencializar a produção, exploração e acumulação de capital. Segundo Mollo,

> o crédito potencializa a acumulação de capital ao permitir o aumento de ritmo e da escala da produção, ao reduzir custos de circulação e ao antecipar, sincronizando, tanto a etapa de produção quanto a de circulação, já que com o crédito não é mais necessário esperar a realização de lucros para financiar aumentos de capacidade, e já que também o consumo pode ser antecipado via crédito e, com ele, a realização de lucro. (Mollo, 2004, p. 333)

Desde então surgem a figura de dois capitalistas distintos: o capitalista industrial, que toma o dinheiro emprestado do capitalista financeiro para poder obter mais-valia aumentada e o capitalista financeiro, que empresta com a expectativa de receber parte da mais-valia em retorno. Surge então um novo ciclo de reprodução do capital, potencializado pelo crédito:

$$D^* \rightarrow D \rightarrow M \rightarrow \text{produção} \rightarrow M' \rightarrow D' \rightarrow D^{**}$$

Onde D* é o capital financeiro e D** é o juros recebidos pelo banco. Portanto, temos que “the financial capitalist lets the industrial capitalist use the money for a fixed term in exchange for its repayment together with a part of the surplus value appropriated from production” (Brunhoff e Foley, 2006). Logo, o dinheiro não é neutro em uma economia capitalista. Pelo contrário, ele é capaz de potencializar a produção real e a sua escala.

Em suma, podemos atribuir uma grande importância ao dinheiro na teoria marxista. Seja na validação do trabalho privado, na alienação da força do trabalho ou na exploração da mais-valia, o dinheiro tem uma relevância enorme – poder social. Nesse sentido, é do desejo de possuir o poder social que surge a possibilidade de entesouramento do dinheiro. Tal como os pós-keynesianos, os marxistas irão negar a Lei de Say e a TQM, em razão da endogeneidade e não neutralidade da moeda.

Se considerarmos que a moeda é desejável por si mesma, então haverá aqueles que reterão essa moeda – entesourar – em busca do poder social. Dessa forma, a Lei de Say é invalidada, na medida em que certas mercadorias deixam de ser compradas por essas pessoas. Para Brunhoff e Foley,

> commodity circulation has its own disequilibria, which are not correctable by political interventions. Marx here attacks ‘the Law of Markets’ formulated by J.B. Say, according to which since every sale implies a purchase there must me be a general equilibrium of commodity transactions. (Brunhoff e Foley, 2006, p. 193)

Assim, o entesouramento causa a refutação a Lei de Say. Além disso, caso a sobra de mercadorias seja generalizada em toda a economia, haverá uma crise de superprodução. Dito isso, a moeda ganha dois contornos: ela pode potencializar a obtenção da mais-valia através do crédito ou afetar a produção com o entesouramento. A partir desses dois aspectos fica evidente a não neutralidade da moeda para os marxistas. Dessa forma, a TQM também é negada, porque o dinheiro afeta diretamente a produção e o entesouramento e desentesouramento impede o cálculo preciso da velocidade da moeda. Outro aspecto da endogeneidade está na criação de moeda por parte dos bancos comerciais. Dessa forma, a quantidade de moeda na economia não é definida pela autoridade monetária, mas sim em resposta às pressões da própria economia real.

Diante dessas conclusões, surge o questionamento do papel do Estado na teoria marxista. Na visão de alguns autores marxistas, o Estado serve aos capitalistas e não aos trabalhadores. Segundo essa ótica, não se deve buscar ampliar os poderes estatais, mas sim eliminar o capitalismo.

Entretanto, para outros autores, o Estado não pode resolver os problemas do capitalismo porque não podem abolir a exploração implicada a produção de mais-valia. Mas pode, por vezes, beneficiar os trabalhadores ao buscar resolver problemas do próprio capitalismo. Ainda sim, ao contrário dos pensadores pós-keynesianos, o Estado não consegue solucionar os problemas inerentes ao capitalismo, de forma que ele não é eficiente em solucionar os problemas dos trabalhadores. Segundo Mollo,

> ainda que o Estado tente garantir os interesses da classe dominante, no sentido de preservar o sistema que lhe é favorável, ele tem certa autonomia com relação à própria classe dominante, à medida que é o reflexo das contradições observadas na própria sociedade. A sua política de intervenção é também resultante destas contradições inscritas na própria estrutura do Estado. (Mollo, 1990, p. 89)

Partindo disso, o Estado tem como principal papel a gestão das mercadorias “especiais”: força de trabalho e moeda. A primeira é especial justamente pelo seu valor de uso – de gerar valor de troca. A segunda é especial pela sua função de equivalente geral das outras mercadorias – expressar o valor de troca e reconhecer socialmente o trabalho privado.

No caso da gestão da força de trabalho, o Estado deve regulamentar as relações entre capitalista e trabalhadores, porque existe uma assimetria clara em questão – limites físicos e institucionais. O trabalhador é desprovido de meios de produção e tem como

única alternativa alienar o seu trabalho. Entretanto, quando se encontra desempregado – parte do exército industrial de reserva – o trabalhador não é capaz de se manter e reproduzir. Este desemprego serve ao capitalismo, porque evita crescimentos de salários que comprometam os lucros. Dai o papel do estado em "garantir a manutenção e reprodução da categoria força de trabalho como um todo, quando ela está parcialmente desempregada" (Mollo, 1990). Nesse sentido, o Estado proverá assistência e seguro social para as massas desempregadas.

A manutenção da força de trabalho se torna ainda mais importante sobre a ótica da Lei Geral da Acumulação Capitalista. Segundo Marx,

> Produção de mais-valia ou geração de excedente é a lei absoluta desse modo de produção. Só à medida que mantém os meios de produção como capital, que reproduz seu próprio valor como capital e que fornece em trabalho não-pago uma fonte de capital adicional é que a força de trabalho é vendável. (Marx, 1996, p. 251)

Dessa forma, vemos que o objetivo do capitalista é aumentar a mais-valia, que é o excedente entre o salário pago e o produto produzido pela força de trabalho. Existem duas formas para o capitalista aumentar a sua mais-valia: absoluta e relativa. A primeira é feita através do aumento da intensidade ou jornada do trabalho, ou seja,

> O prolongamento da jornada de trabalho além do ponto em que o trabalhador teria produzido apenas um equivalente pelo valor de sua força de trabalho, e a apropriação desse mais-trabalho pelo capital— isso é a produção da mais-valia absoluta. (Marx, 1996, p.138)

Ademais, Marx considera a mais-valia absoluta como ponto de partida para a produção da mais-valia relativa. Assim, a mais-valia absoluta "gira apenas em torno da duração da jornada de trabalho" (Marx, 1996, p. 138). Logo, não é possível o aumento indiscriminado da mais-valia absoluta, existem limites que não podem ser superados.

Por outro lado, a mais-valia relativa "revoluciona de alto a baixo os processos técnicos do trabalho e os agrupamentos sociais" (Marx, 1996, p.138). Ela é responsável pelas inovações tecnológicas que visam aumentar a produtividade do trabalhador e substitui-lo. Nesse sentido, a inserção das novas tecnologias aumentam a produtividade do trabalhador e poupa mão de obra. Em decorrência desse progresso técnico, ocorre o desemprego, porque o objetivo não é poupar o trabalhador, mas sim aumentar a produtividade. Para Marx (1996), "Assim que o manejo da ferramenta passa à máquina, extingue-se, com o valor de uso, o valor de troca da força de trabalho. O trabalhador

torna-se invendável, como papel-moeda posto fora de circulação". Portanto, o Estado atua justamente para alentar aqueles que são desempregados nessa busca por lucro.

No que concerne a gestão da moeda por parte do Estado, temos que a moeda "é uma regra de coerência social, que surge como decorrência da contradição privado-social que define as economias mercantis" (Mollo, 1990, p. 94). A gestão do dinheiro é importante, portanto, justamente por validar socialmente o trabalho privado, papel que não pode cumprir se sujeitando aos interesses privados. Sendo a gestão do dinheiro pública, ela será "hierarquicamente superior à moeda bancária, na qual esta última tem que ser conversível para reproduzir o equivalente geral" (Mollo, 1990, p. 97).

Entretanto, a superioridade da moeda pública não é absoluta. O Banco Central deve "garantir que […] haverá moeda suficiente para estimular o processo de acumulação do capital, mas […] deve zelar pela qualidade da moeda nacional" (Mollo, 1990, p. 98). Logo a atuação do Banco Central é limitada, uma vez que a moeda não pode se manipulada sem limites. Mesmo a autoridade monetária fazendo parte da sociedade, ela não a substitui. É a sociedade como um todo que é responsável pela validação social dos trabalhos privados. Nesse sentido,

> Por ser público, o estado ocupa uma posição hierarquicamente superior nas dinâmicas monetárias. Mas, enquanto apenas fração da sociedade, não se confundindo com o social no seu conjunto, o Estado tem um poder limitado sobre a moeda, já que está é uma relação social que reflete a sociedade como um todo. Além disso, enquanto fração da sociedade, o Estado está também submetido à restrição monetária. (Mollo, 1990, p. 99)

Conclui-se então que mesmo o Estado sendo necessário, ele não é todo poderoso, visto que está inserido nas contradições do capitalismo.

3. A rejeição a tese da IBC

Como visto anteriormente, ortodoxos e heterodoxos possuem visões diversas sobre a moeda. Os ortodoxos concebem a moeda como neutra e exógena, ou seja, incapaz de ter impacto no produto real da economia. Segundo Mollo (2003), são essas "duas características da moeda que conduzem à concepção ortodoxa adepta da independência do banco central". Nesse sentido, os ortodoxos entendem que o impacto de uma expansão monetária é estritamente no nível de preços e, portanto, o controle monetário seria fundamental para a estabilidade dos preços. Assim, para a ortodoxia, o Banco Central é quem possui a capacidade de realizar o controle monetário, pois a moeda é exógena, ou seja,

> É a estabilidade de preços que é vista como principal tarefa do banco central que, para isso, precisa estar livre de pressões: do governo, para criar mais moeda e então financiar os seus gastos; do Congresso, cujos interesses políticos podem pressionar por mais recursos orçamentários; e dos bancos, cujos empréstimos são controlados pelo banco central no processo de criação de moeda. (Mollo, 2003, p. 334)

Dessa maneira, a independência do Banco Central surge para assegurar o cumprimento do seu dever institucional de estabilização do nível de preços. Segundo Alisina e Summers (1993), um banco central independente é livre de pressões políticas e, portanto, é mais previsível, levando a maior estabilidade na economia e menores prêmios de riscos. Dessa forma, para os ortodoxos, a independência do Banco Central influencia diretamente variáveis reais e "might improve real economic performance" (Alisina e Summers, 1993, p. 152).

Além disso, os defensores do IBC argumentam que a política monetária deve ser normativa em desfavor da discricionária (Kyland e Prescott, 1977). Essas regras são prescritas com o objetivo de "restringir a criação de moeda – processo visto como determinante da inflação" (Mollo, 2003, p. 334), para garantir a persecução da estabilidade de preços.

Segundo Carvalho(1995), uma das razões fundamentais para a proposição da independência do Banco Central é a de que a neutralidade da moeda não permite que políticas monetárias tenham impacto real duradouro. Mais do que isso, na concepção ortodoxa, "a conduta do governo tem sempre um viés inflacionário" (Mollo, 2003, p. 335). Para Hayo e Hefeker (2002), os ortodoxos acreditam que o governo possui um incentivo para surpreender os agentes racionais com inflação inesperada, com o objetivo de

diminuir o emprego no curto prazo. Entretanto, na concepção ortodoxa, os agentes racionais são capazes de incorporar essa decisão na sua tomada de decisão e, portanto, “There is no monetary surprise and no employment gain, but a positive rate of inflation” (Hayo e Hefeker, 2002, p. 655).

Além disso, na concepção ortodoxa, caso ocorra o “descumprimento das regras ou das metas monetárias” ocorre a “perda da credibilidade da política monetária, dificultando a estabilização dos preços” (Mollo, 2003, p.335). Portanto, para aumentar a credibilidade do Banco Central e reduzir o viés inflacionário é que Rogoff (1985) sugere que seja escolhido como presidente do BC alguém conhecidamente avesso à inflação.

Em oposição ao pensamento ortodoxo, a heterodoxia apresenta a rejeição da ideia de um Banco Central independente. Em *The Independence of Central Banks: A Critical Assessment of the Arguments(1995)*, Cardim afirma que o arcabouço teórico ortodoxo para a tese do ICB possue “theoretical fragility”(Cardim, 1995, p. 165). Ademais, mesmo os argumentos empíricos, preferidos pelos ortodoxos em virtude da fragilidade da visão teórico, também devem ser visto com reservas.

Em primeiro lugar, a própria ideia de um Banco Central Independente é difícil de conceber ou medir. É inevitável que a autoridade monetária deve prestar contas a alguém, e paralelamente deve haver formas de remover a autoridade monetária, caso necessário. Dessa forma, Cardim(1995, p.166) questiona, “what does it mean to be independent?”

Para a maior parte dos defensores do ICB, a independência está relacionado com a forma de escolha das autoridades monetárias, a duração formal dos seus mandatos e o tempo real de mandato exercido. Entretanto, esses são todos indicadores muito frágeis. Segundo Cardim, regras formais são indicadores muito pobres de como as relações de poder realmente ocorrem dentro das nações. Por exemplo, uma longa duração de mandato pode tanto significar que o BC possui alto nível de independência ou que o governo central possui tamanho domínio sobre o BC que não há motivos para mudança.

Além disso, Cardim(1995) apresenta dois casos de Bancos Centrais vistos como formalmente independentes, mas que na prática trabalham junto aos seus governos centrais para o alcance dos objetivos da nação. O primeiro é o Bundesbank, Banco Central alemão,

> […] the Budesbank are universally acknowledged as the most independent of

> Western central banks. ICB defenders say that this is the reason why inflation is só low in their countries. Helmut Schlesinger, a former central banker in Germany, states that the Bundesbank actually works in close association with the federal government, and stress that the sucess of the bank's inflationary estrategy is due to general consensus of German society […] and lists two occasions when conflicts arose between the federal government and the Bundesbank that ended with the retreat of the bank. (Cardim, 1995, p. 169)

o segundo é o Federal Reserve System (FED), autoridade monetária dos Estados Unidos, que mesmo tendo sido instituído para restringir o poder do governo central, não possui capacidade ilimitada de manter políticas monetárias ilimitadas. Sendo assim, a independência formal não exime o FED de ser parte do governo e prestar contas a sociedade.

Além disso, a própria ideia de que um banco central independente está relacionado a uma maior estabilidade monetária não é empiricamente correta. Existem vários trabalhos que apontam que não existe essa relação, segundo Mollo(2003):

> Existem vários trabalhos dando conta da ausência de relação entre independência do banco central e estabilidade monetária. Posen(1998), examinando 17 países da OCDE, não encontrou evidência da relação entre independência […] e redução dos custos da desinflação […], nem de que tal independência iniba o viés inflacionário dos governos, questionando a correlação negativa entre independência […] e inflação. (Mollo, 2003, p. 349)

Da mesma forma, Hayo e Hefeker (2002), no artigo *Reconsidering central bank independence* analisam diversos bancos centrais e concluem que a independência dos bancos centrais não é necessária ou suficiente para a estabilidade monetária. Mais do que isso, para esses autores, a independência dos bancos centrais está altamente relacionado a fatores legais, políticos e econômicos e, portanto, não se apresenta como uma variável exógena. Isto posto, para Hayo e Hefeker(2002), os trabalhos que apresentam correlações entre Banco Centrais independentes e baixa inflação, não implicam causalidade.

Nesse mesmo artigo, Hayo e Hefeker(2002), analisando diversos trabalhos, concluem que a correlação entre ICB e inflação não se sustentam em amostras de países de terceiro mundo. Ocorre que, nesse caso, um nível elevado de independência não é suficiente para garantir a estabilidade monetária, como no exemplo de Belarus:

> A striking example is the central bank of Belarus, which possessed a high degree of independence. After inflation increased dramatically, the president of the central bank was jailed by the finance minister, whose policies were to a large extent responsible for the loss of price stability. Hillman draws the conclusion that it matters a lot how CBI is actually applied, which he sees as a question of political

> culture. (Hayo e Hefeker, 2002, p. 656)

da mesma forma, é citado o caso do japão que possui baixas taxas de inflação e um banco central fortemente influenciado pelo governo central.

Além disso, Hayo e Hefeker(2002), sugerem alternativas para a estabilidade monetária que não passam por um banco central independente. Uma delas é a escolha de uma taxa de câmbio fixa como estratégia de política monetária. Essa decorre da possibilidade de "importar" a credibilidade de outro banco central, como o FED ou Bundesbank, ao fixar uma taxa de câmbio ao dolár ou euro. Essa estratégia foi aplicada em diversos locais do mundo e mostra a preferência de diversos governos por não terem bancos centrais independentes.

Alternativamente, existem formas modernas para o controle monetário. Uma delas é a de regime de metas de inflação, onde o governo central impõe ao banco central uma meta de inflação e este deve alcançar essa meta ou justificar o motivo da falha. O ponto dos autores é de que seria possível alcançar a mesma estabilidade desejada pelos ortodoxos, mas sem a necessidade de sacrificar a habilidade do banco central de estabilizar.

Ademais, Hayo e Hefeker(2002) discutem a endogeneidade dos bancos centrais, rejeitando a ideia de que bancos centrais causam inflação baixa. Dessa forma, afirmam que a existência de bancos centrais está relacionada a dois fatores: a cultura da inflação e o processo de decisões de políticas. Assim,

> The question of causality cannot, however, be solved by these studies, as running a single-equation regression imposes the causality relationship from the outset. In our view, there exists a two-stage problem in understanding the existence of CBI. In the first stage, societies decide on their policy priorities. One of the questions is whether price stability should be regarded as an important policy objective. The literature provides two explanations. The first emphasizes that societies differ with regard to inflation aversion; that is, they have different ''inflation cultures''. Consequently, the nature of the inflation culture, directly or indirectly, determines the choice of the monetary policy objective. The second approach focuses on the political decision process and looks at the interests of economic actors and their ability to influence monetary policy objectives. Here the financial sector is viewed as having an interest in avoiding high inflation rates. (Hayo e Hefeker, 2002, p. 663)

Em primeiro lugar, a cultura da inflação reflete a percepção da sociedade sobre a inflação, na medida em que algumas são mais aversas a inflação e tendem a perseguir taxas inflacionárias menores. Dessa forma, a causalidade acontece das preferências da

sociedade para os instrumentos e leis que instituem o banco central.

Em segundo lugar, existem grupos com interesses políticos que influenciam diretamente a política monetária, sendo o setor financeiro extremamente averso a alta inflação:

> There are several reasons why commercial banks might fear inflation and thus prefer conservative monetary policy. As banks usually borrow short and lend long, they are vulnerable to changes in the spread of interest rates. Moreover, inflation leads sooner or later to anti-inflationary policy. Banks then come under pressure, as higher real interest rates can lead to problems in recovering loans. Hence, banks might be fearful of inflation, and disinflation in its wake. (Hayo e Hefeker, 2002, p. 665)

Por último, resta a questão do porquê, nas sociedades que se preocupam com inflação baixa, o governo central escolhe ter um banco central independente em detrimento de outras alternativas. De outra forma, "Why delegation should be more credible than leaving monetary policy in the hands of the government?" (Hayo e Hefeker, 2002, p. 666). Para responder a essas questões, Hayo e Hefeker(2002) se debruçam sobre os sistemas legais, políticos e sua relação com a independência dos bancos centrais. Através da análise de diversos estudos empíricos, os autores chegaram a conclusão que os bancos centrais independentes estão diretamente relacionados com a natureza dos sistemas políticos dos países. Além disso, "the change in the level of CBI over time is clearly linked to political change." (Hayo e Hefeker, 2002, p. 667)

Em suma, Hayo e Hefeker (2002) concluem que a independência do banco central não é necessário ou suficiente para alcançar baixas taxas de inflação. Para eles,

> The idea is that societies make two decisions about monetary policy. First, they decide on the importance attached to fighting inflation. The second decision concerns the best institutional arrangement for achieving the objective of price stability, given the political, legal, and economic framework. The first decision indicates that CBI is not a sufficient condition for price stability, as it is not the ultimate cause, but an instrument among many for achieving this objective. The second decision makes clear that CBI is not a necessary condition for price stability in general, although it may be the appropriate solution for some countries. (Hayo e Hefeker, 2002, p. 669)

Além disso, outras críticas surgem a existência de bancos centrais independentes. No artigo "*Does Central Bank Independence Increase Inequality?"*, de 2021, os autores propõe que os bancos centrais independentes estão diretamente ligados ao aumento da desigualdade em diversos países a partir da década de 80. Para tal, é proposto três mecanismos que conectam o ICB e a desigualdade:

> First, central bank independence indirectly constrains fiscal policy and weakens a government's ability to engage in redistribution. Second, central bank independence incentivizes governments to deregulate financial markets, which generates a boom in asset values. These assets are predominantly in the hands of wealthier segments of the population. Third, to contain inflationary pressures, governments actively promote policies that weaken the bargaining power of workers. (Aklin, Kern e Negre, 2021, abstract)

Esses mecanismos ocorrem na medida em que, ao implementar um banco central independente, os governos perdem a habilidade de instituir políticas macroeconômicas agressivas, de forma que recorrem a políticas microeconômicas em substituição. Segundo os autores, três mecanismos são relevantes na explicação do aumento da desigualdade causado pelo ICB: financeiro, mercado de trabalho e políticas sociais. Primeiramente, o ICB tende a liberalizar os mercados financeiros, que beneficia majoritariamente os detentores de ativos. Em segundo lugar, o ICB diminui as regulações do mercado de trabalho, visto que "CBI increases the risk of unemployment because monetary policy is initially tighter (Aklin, Kern e Negre, 2021, p. 3), ou seja, os trabalhadores menos qualificados e mais pobres são afetados com perdas de renda na dinâmica do contrato trabalhista. Finalmente, o ICB também inibi a habilidade do governo de despender gastos com bem-estar social, ampliando a desigualdade ao longo do tempo. Em resumo,

> "a government that implements CBI finds itself nudged toward adopting policies that increase inequality. Note that in this model, inequality is a side efect of CBI and not a goal in itself. Note also that we are not claiming that CBI is causing inequality. Rather, we are postulating that CBI modifies policymakers' incentives to adopt compensating policies." (Aklin, Kern e Negre, 2021, p. 3)

De maneira empírica, os autores analisaram 121 países entre 1980 e 2013 e encontraram evidência de que os bancos centrais independentes aumentam a desigualdade. De acordo com os autores, o aumento do nível de independência tanto aumenta a renda dos mais ricos, quanto diminui a dos mais pobres. Assim,

> An increase of CBI by one standard deviation leads, ceteris paribus, to a decline in the share of income of all income groups up to the 6th decile. The share of income earned by the bottom decile declines by 0.3 percentage points. CBI, on the other hand, has a considerable positive efect on the income share of the 80%-90% and the top decile. The latter saw its share of income increase by more than 1 percentage point. CBI, in other words, shifted income from the bottom half of the population to the top earners. (Aklin, Kern e Negre, 2021, p. 3)

Em resumo, os autores concluem que existe uma ligação direta entre o aumento da desigualdade nos últimos 40 anos e a emergência de bancos centrais independentes.

De forma geral, a imposição de um ICB retira do governo importante instrumento da política macroeconômica, que por vezes resulta na adoção de outros mecanismos compensatórios que propagam desigualdade.

Diante da indesejabilidade de um banco central independente, surge a necessidade de "formular propostas de funcionamento do sistema financeiro que, de um lado, permitam um comportamento prudente da parte dos bancos e que este comportamento seja coerente com a política econômica mais ampla do governo" (Mollo, 2003, p. 352). Dessa maneira, tanto pós-keynesianos quanto marxistas são contrários a adoção da tese da independência do banco central.

Do ponto de vista pós-keynesiano é evidente, como visto no capítulo anterior, a necessidade do controle da política monetária pelo governo. Já na visão marxista, contrária ao capitalismo, as razões diferem. Segundo Mollo,

> Quaisquer que sejam as críticas […], e isso é reconhecido pelos marxistas mais críticos do Estado capitalista e do seu papel […], que a regulação do estado e da economia pelo Estado, como foi o caso quando dominaram as políticas Keynesianas do pós-Guerra, levou a uma maior organização dos trabalhadores e melhorou sua posição de força na relação capital-trabalho. Esta é, pois, a justificativa política para que também os marxistas prefiram um banco central articula à política econômica, e dando-lhe maior margem de manobra. (Mollo, 2003, p. 352)

Conclusão

A independência do Banco Central não é necessária nem desejável. A Tese da Independência do Banco Central, apoia-se em pressupostos ortodoxos da neutralidade e exogeneidade da moeda, de maneira que “The notion of an indepedent central bank […] is a very peculiar result of very restrictive assumptions” (Cardim, 1995, p. 173)

Assim, a independência não é necessária, como visto no trabalho de Hayo Hefeker, que no artigo *Reconsidering central bank independence,* através da análise qualificada de diversos estudos, concluíram que a independência dos bancos centrais não é necessária ou suficiente para a estabilidade monetária.

Da mesma forma, o ICB não é desejável na medida em que é um propagador e perpetuador de desigualdades, como visto no trabalho “*Does Central Bank Independence Increase Inequality?”* de Aklin, Kern e Negre, que através da análise empírica de mais de 120 países, concluíram que a independência dos bancos centrais está conectado ao aumento da desigualdade nos últimos 40 anos.

De maneira oposta, o pensamento heterodoxo apresenta a política monetária como extremamente importante. Assim, tanto para marxista quanto para pós-keynesianos, a proposta de um banco central independente deve ser rejeitada, em favor de uma política monetária alinhada com as outras políticas do governo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

FRIEDMAN, Milton. The role of monetary policy. In: **Essential Readings in Economics**. Palgrave, London, 1995. p. 215-231.

FRIEDMAN, Milton. Quantity theory of money. In: **Money**. Palgrave Macmillan, London, 1989. p. 1-40.

FRIEDMAN, Milton. Inflação e desemprego: a novidade da dimensão política. **Literatura Econômica**, v. 7, n. 3, p. 381-408, 1985.

CUKIERMAN, Alex; WEB, Steven B.; NEYAPTI, Bilin. Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. **The world bank economic review**, v. 6, n. 3, p. 353-398, 1992.

CUKIERMAN, Alex. **Central bank strategy, credibility, and independence: Theory and evidence**. MIT press, 1992.

SARGENT, Thomas J.; WALLACE, Neil. " Rational" expectations, the optimal monetary instrument, and the optimal money supply rule. **Journal of political economy**, v. 83, n. 2, p. 241-254, 1975.

MANKIW, N. Gregory. **A quick refresher course in macroeconomics**. National Bureau of Economic Research, 1990.

GORDON, Robert J. What is new-Keynesian economics?. **journal of Economic Literature**, v. 28, n. 3, p. 1115-1171, 1990.

KYDLAND, Finn E.; PRESCOTT, Edward C. Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. **Journal of political economy**, v. 85, n. 3, p. 473-491, 1977.

ALESINA, Alberto; SUMMERS, Lawrence H. Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence. **Journal of Money, credit and Banking**, v. 25, n. 2, p. 151-162, 1993.

Rogoff, K. (1985). *The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target. The Quarterly Journal of Economics, 100(4), 1169.*

Durlauf, S. N., & Blume, L. E. (Eds.). (2010). *Monetary Economics.*

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. A questão da independência do Banco Central: reflexões teóricas para a formulação da política econômica. **Economia Contemporânea, Rio de Janeiro**, v. 2, n. 7, p. 333-357, 2003.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. Ortodoxia e heterodoxia monetária: a questão da neutralidade da moeda. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 24, n. 3, p. 323-345, 2004.

MOLLO, Maria de L. Rollemberg et al. Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky. **Revista de Economia Política**, v. 8, n. 1, p. 100-24, 1988.

MOLLO, Maria LR. Estado e Economia: o papel monetário do Estado. **Estudos Econômicos, São Paulo**, v. 20, n. 1, p. 87-100, 1990.r4r44e3e

DE CARVALHO, Fernando J. Cardim. The independence of central banks: a critical assessment of the arguments. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 18, n. 2, p. 159-175, 1995.

CARVALHO, Fernando Cardim de. Moeda, produção e acumulação: uma perspectiva pós-keynesiana. **Moedas e produção: teoria comparadas. Brasília, ed. UnB**, p. 41, 1992.

MINSKY, H. P.Central Banking and Money Market Changes. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 71(2), p. 171-187, 1957

MINSKY, Hyman P. Capitalist financial processes and the instability of capitalism. **Journal of Economic Issues**, v. 14, n. 2, p. 505-523, 1980.

KEYNES, John Maynard. The general theory of employment. **The quarterly journal of economics**, v. 51, n. 2, p. 209-223, 1937.

KEYNES, J. M. The ex-ante theory of the rate of interest. *Economic Journal*, v.47, p.663-669,1937.

RYMES, Thomas K. Autonomous and accountable. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 18, n. 2, p. 177-187, 1995.

MARX, Karl. **O Capital: volume I**. Editora Nova Cultural, 1996.

MARX, Karl. **Capital: volume III**. Penguin UK, 1992.

COLANDER, David C.; DAANE, Dewey. **The art of monetary policy**. Routledge, 2015

HAYO, Bernd; HEFEKER, Carsten. Reconsidering central bank independence. **European Journal of Political Economy**, v. 18, n. 4, p. 653-674, 2002.

OREIRO, José Luis da Costa. Novo-desenvolvimentismo, crescimento econômico e regimes de política macroeconômica. **Estudos avançados**, v. 26, n. 75, p. 29-40, 2012.

AKLIN, Michaël; KERN, Andreas; NEGRE, Mario. Does Central Bank Independence Increase Inequality?. 2021.

Brunhoff, S. & Foley, D. (2006). Karl Marx's Theory of Money and Credit, Arestis, P. & Sawyer, M. (Eds.). *A Handbook of Alternative Monetary Economics, Chelteham* – UK /Northampton – USA: Edward Elgar.

OREIRO, José Luís. Escolha de portfolio, investimento e não-neutralidade da moeda uma crítica a tese neoclássica de neutralidade da moeda no longo prazo. **Análise Econômica**, v. 22, n. 41, 2004.

ROUSSEAS, Stephen. **Post Keynesian monetary economics**. Springer, 1998.