

## Um Percurso Pela História Das Ideias: Moeda E Política Monetária Em Keynes

Larissa Naves de Deus<sup>1</sup>  
Fábio Henrique Bittes Terra<sup>2</sup>

### Resumo

Este artigo tem como objetivo mostrar a história das ideias de Keynes sobre a moeda e, conseqüentemente, a política monetária. Para tanto, busca-se, ao longo das principais obras econômicas do autor, analisar a evolução de seu pensamento no tocante ao papel da moeda no sistema econômico, assim como das funções por ela desempenhadas, além de destacar como a política monetária foi se concebendo como objeto de estudo e preocupação de Keynes no decorrer de seu pensamento. À luz disso, o artigo revisa os seguintes escritos de Keynes, *A Tract on Monetary Reform*, de 1923, *A Treatise on Money*, de 1930, e *The General Theory of Employment, Interest and Money*, de 1936. Além destas obras-chave, outros textos de Keynes são também revistos, como seu panfleto *The Economic Policy of the Labour Party*, de 1932, bem como contribuições sobre o assunto realizadas por autores pós-keynesianos.

**Palavras-chave:** Moeda. Política Monetária. Keynes. Economias Monetárias de Produção. Autoridade Monetária.

### Abstract

This article aims to show the history of Keynes's ideas about money and monetary policy. To do so, the papers reminds the evolution of Keynes's thought regarding the role of both money and monetary policy in the economic system along his main economic works. In light of that, this paper reviews Keynes's 1923 Tract on Monetary Reform, 1930 Treatise on Money, and 1936 The General Theory of Employment, Interest and Money. Besides these key writings, the paper also uses Keynes less-known texts, such as his 1932 The Economic Policy of the Labour Party as well as some Post Keynesian authors who contribute to the topic.

**Key-words:** Money. Monetary Policy. Keynes. Monetary Economies of Production Monetary Authority.

**JEL:** E12; E5; E42.

---

<sup>1</sup>Doutoranda em Economia pelo Programa de Pós-graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia (PPGE-IE-UFU).

<sup>2</sup>Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia (IE-UFU), *Visiting Scholar* no *Department of Land Economy* e *Visiting Fellow* no *Wolfson College*, ambos da Universidade de Cambridge.

## 1. INTRODUÇÃO

A teoria keynesiana baseia-se em as economias capitalistas serem conceituadas como economias monetárias de produção. Enquanto tal, o sistema econômico contempla uma série de características, tais como a incerteza a que inerentemente estão condicionadas as decisões dos agentes, implicando-as como base expectativas do futuro – e não o conhecimento dele; a demanda como lado dinâmico da economia; o investimento como variável determinante do nível de produto e emprego; a existência de desemprego involuntário; a necessidade de coordenação entre as políticas econômicas para o alcance do pleno emprego, dentre outras.

Não obstante, a adjetivação dada por Keynes às economias capitalistas – economias monetárias da produção – destaca que a moeda tem um papel central na dinâmica econômica. Tal importância se deve às funções que ela desempenha: meio de troca, unidade de conta e reserva de valor. Ao contrário da doutrina clássica, que concebe a moeda como apenas intermediário de trocas, para Keynes ela se caracteriza como um ativo, como outro qualquer na economia, porém dotado de uma peculiaridade, que é carregar, com liquidez absoluta, a riqueza ao longo do tempo.

Neste contexto, em um mundo no qual o futuro é incerto e os agentes tomam decisões baseados em expectativas, se prevalece a incerteza, eles podem preferir reter moeda como meio de se protegerem de suas desanimadas expectativas de futuro, já que ela é um ativo dotado de valor e liquidez. Contudo, esta demanda de moeda afeta a dinâmica econômica, uma vez que os agentes estão preferindo demandar um ativo não reprodutível, de forma que a procura por moeda substitui a demanda por bens e serviços que, contudo, geram emprego ao serem demandados, enquanto aquela procura, não.

Entretanto, como evoluiu no pensamento de Keynes o papel de destaque dado à moeda? Neste mesmo sentido, como evoluiu o pensamento do autor acerca da política monetária? Responder a estas questões é o objetivo deste trabalho, a fim de se analisar a evolução do pensamento de Keynes acerca da moeda e da política monetária entre 1923 e 1936. A análise será feita por meio de revisão bibliográfica das principais obras econômicas de Keynes, além de se aproveitarem outros escritos do autor que ofereçam

ideias e argumentos que contribuam com o objetivo do artigo. Ademais, contribuições de autores pós-keynesianos sobre o assunto também serão aproveitados.

O artigo estrutura-se em cinco seções, além desta introdução. A primeira analisa o ‘*A Tract on Monetary Reform*’ (*Tract*), de 1923, em que o autor inicia suas considerações acerca do papel da moeda e da política monetária, a partir da reinterpretação da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). Na segunda seção resgata-se o ‘*A Treatise on Money*’ (*TM*), de 1930, considerado um passo intermediário para a constituição de uma teoria monetária da produção que, por fim, surge em 1936 com ‘*The General Theory of Employment, Interest and Money*’ (*TG*), objeto da terceira seção. Para entender a evolução do pensamento de Keynes sobre a moeda e a política monetária, é interessante entender como ele concebe a institucionalidade da Autoridade Monetária (AM). Assim, na quarta seção debate-se o artigo de 1932, ‘*The Monetary Policy of the Labour Party*’, que traz contribuições à noção normativa do arcabouço institucional da AM. Por fim, na última seção tecem-se as considerações finais.

## 2. *A Tract on Monetary Reform*

No *Tract*, Keynes (1971a) aborda os problemas hiperinflacionários e as flutuações cambiais na Europa no pós-Primeira Guerra Mundial, além de analisar teoricamente o papel da política monetária, a partir de uma reinterpretação da TQM. Inicialmente, ao tratar das alterações no valor do dinheiro, o autor aponta que tais mudanças têm efeitos distributivos diferentes à cada classe social. Na inflação, rentistas tendem a transferir riqueza a empresários e trabalhadores. Já a deflação redistribui no sentido contrário: rentistas recebem renda de empresários e trabalhadores. A explicação reside em os rentistas deterem ativos mobiliários que sob inflação têm seu valor deteriorado. Já os empresários ganham com a inflação pois seus preços e o valor de seus estoques aumentam, enquanto seus custos ainda podem permanecer constantes. Em consequência, os trabalhadores podem requerer maiores salários em linha com o aumento dos preços, não sendo, então, prejudicados pelo processo inflacionário.

Keynes (1971a) salienta, contudo, que os benefícios de curto prazo gerados pela inflação podem se dissipar no médio prazo por duas razões. Por um lado, o empresário

enxerga a valorização de seu patrimônio como ganho de capital em períodos de alta dos preços e, com isso, não vê razão para novos investimentos. Por outro lado, uma inflação contínua desestimula novos investimentos no médio prazo devido à incerteza quanto ao nível futuro de preços, o que elimina a possibilidade de cálculo de longo prazo. Por consequência, a classe de trabalhadores também se depara com um nível de preços que supera o aumento de salários, o que compromete seu poder de compra.

Tendo em vista esses distúrbios de médio e longo prazos causados pela inflação, Keynes (1971a) teoriza a necessidade de controle dela. A pergunta relevante passa a ser, portanto, o que faz os preços variarem? A TQM é a forma pela qual os autores clássicos explicam a variação dos preços cuja causa, nesta perspectiva, está na quantidade de moeda em circulação, uma vez que a velocidade da moeda é estável e a renda é dada. A constância da velocidade-renda da circulação da moeda surge de o fundamento teórico da TQM decorrer da Lei de Say, que pressupõe equilíbrio dos mercados, pois a desutilidade marginal de se ofertar trabalho à produção apenas é exercida para que o agente tenha condições de demandar produção correspondente à utilidade marginal do salário. Assim, é irracional incorrer no desprazer do trabalho para entesourar. Por consequência, a moeda é neutra, já que não é usada para reservar valor, mas, apenas, para facilitar as trocas entre aquilo que os agentes produziram (DAVIDSON, 1994).

Em uma primeira ruptura com a teoria clássica, Keynes (1971a) não segue a lógica da TQM descrita acima. Em sua formulação, o volume de moeda que o público mantém em mãos é determinado pelo poder de compra que eles desejam reter, algo que se altera devido às variações na riqueza e nos hábitos do público. Neste particular, a riqueza costuma mudar de maneira gradual enquanto que os hábitos no uso do dinheiro, referentes ao tipo e temporalidade com que os pagamentos são realizados, por exemplo, alteram-se mais facilmente.

Keynes (1971a) desenvolve, então, sua versão da TQM. Neste sentido, ele parte da versão clássica da TQM, em que a quantidade de poder de compra que os agentes retêm, equivalente a um conjunto de artigos de consumo ou objetos de despesa é representado por  $k$ ; a quantidade de moeda em circulação é denotada por  $n$ , enquanto  $p$  é o preço de cada unidade de consumo. Logo,  $n = pk$ , “a famosa teoria quantitativa da moeda. Enquanto  $k$  permanece inalterado,  $n$  e  $p$  aumentam e diminuem na mesma

proporção, ou seja, quanto maior ou menor a quantidade de moeda, maior ou menor é o nível de preços” (KEYNES, 1971a, p. 63).

Partindo para sua versão da TQM, Keynes (1971a) a estende para o caso de o público manter depósitos bancários e os bancos manterem reservas monetárias. Assim,  $k'$  corresponde aos depósitos mantidos pelo público nos bancos e,  $r$ , à reserva de moeda dos bancos. Então, a TQM na versão do autor é  $n = p \cdot (k + r \cdot k')$ . Nesta expressão, bem como na TQM clássica, se mantidos inalterados os parâmetros  $k$ ,  $r$  e  $k'$ , os preços variam na proporção do estoque de moeda. Entretanto, a inovação de Keynes (1971a) em relação à TQM tradicional é considerar que os hábitos do público no uso do dinheiro e dos serviços bancários, assim como as reservas que os bancos fazem mudam com o tempo, em decorrência de alterações nas organizações econômicas e sociais. Assim, mudanças na quantidade de moeda,  $n$ , podem não afetar  $k$ ,  $r$  e  $k'$ , pois estas variáveis podem se alterar quando  $n$  modifica-se, de forma que o impacto de diferentes níveis de  $n$  podem não repercutir em  $p$ .

Para Keynes (1971a), no longo prazo a TQM é válida, entretanto, o autor acredita que isso não deve ser um guia para nada se fazer para conter os movimentos de preço no curto e médio prazos. É desta ideia que decorre a famosa afirmação de Keynes de que “*no longo prazo estaremos todos mortos. Economistas se colocam uma tarefa muito fácil, muito inútil, se em uma tempestuosa temporada eles apenas nos disserem que depois que a tempestade ficou no passado longínquo, o oceano é de novo calmo*” (1971a, p. 65, grifo do autor). Logo, a política econômica faz-se necessária, “mesmo que se uma tal política não é inteiramente bem sucedida, tanto em contrabalancear expectativas quanto em evitar movimentos presentes, ela seria uma melhoria em relação à política de ficar-se quieto” (KEYNES, 1971a, p. 35).

Para o autor a TQM não é válida no curto prazo, de modo que a moeda não apresenta a neutralidade defendida pelos autores clássicos. Uma mudança no nível de preços causada por choques de custos, por exemplo, afeta a riqueza do público e, conseqüentemente, leva à mudança de hábitos em busca de maior proteção. Dessa forma, a inflação pode alterar  $k$ ,  $r$  e  $k'$ , e, não há garantia de que esta mudança se transfira de modo proporcional à quantidade de moeda em circulação. Da mesma forma, mudanças nas variáveis  $k$ ,  $r$  e  $k'$  alteram o nível de preços, dado que esta relação é

endógena, ou seja, mudanças nos hábitos e no comportamento do público levam a alterações nos preços, sem que necessariamente a quantidade de moeda modifique-se.

Neste cenário, o que faz alterar o nível de preços? Keynes (1971a) pontua que qualquer uma das variáveis de sua TQM, a quantidade de moeda em circulação, o montante de recursos mantidos como reservas pelas instituições bancárias e os hábitos do público, fazem os preços variarem. Tendo isto em vista, abre-se espaço para que a política monetária atue no sentido de conter alterações no nível de preços. Neste particular, as variáveis  $n$  e  $r$  são controladas pela AM, enquanto que  $k$  e  $k'$  não são controláveis, pois dependem dos hábitos e humor do público, mas são influenciáveis pela política monetária. Logo, a política monetária atua sobre duas quantidades, de moeda em circulação e das reservas monetárias bancárias. Como Keynes explica,

A estabilização do nível de preços (...) consiste, em parte, no exercício de uma influência estabilizadora sobre  $k$  e  $k'$ , e, na medida em que isto se mostrar impraticável, deve-se deliberadamente variar  $n$  e  $r$ , de modo a contrabalancear o movimento de  $k$  e  $k'$ . (...) Nossa análise sugere que o primeiro dever das autoridades bancárias centrais é ter certeza de que têm  $n$  e  $r$  completamente sob controle. (...) O segundo dever das autoridades é (...) o uso de seu controle sobre  $n$  e  $r$  para contrabalançar mudanças em  $k$  e  $k'$  (1971a, p. 68-69, grifo do autor).

Keynes (1971a) conclui que o volume de dinheiro se altera por meio de quatro formas: (i) a demanda do público, (ii) a demanda do Tesouro, (iii) o aumento ou diminuição dos ativos da AM e, (iv) a proporção de reserva de segunda linha dos bancos em forma de títulos do Tesouro. A demanda do público por moeda depende do volume do comércio e do próprio nível de preços. Em relação à demanda do Tesouro, sua demanda por liquidez reflete-se na mudança correspondente e em sentido oposto na conta dos títulos na reserva dos bancos e no balancete da AM. Os ativos da AM consistem nas fontes e usos referentes aos títulos do Tesouro, nos investimentos, nos adiantamentos a clientes, letras de câmbio e, no ouro. Qualquer variação destes ativos tende, por exemplo, a aumentar o caixa dos bancos e, desse modo, criar moeda por meio do crédito. Por fim, a participação dos bancos nos títulos do Tesouro, depende do

excesso das despesas do Tesouro. Portanto, a criação de crédito pelos bancos depende das políticas da AM e do Tesouro e estão, então, sob influência da política econômica.

Neste sentido, se bancos e AM trocam títulos e reservas, além da possibilidade de definir  $r$ , a política monetária também será exercida, a bem de manter-se estável o nível de preços, por meio de operações de mercado aberto (*open-market*) e de redesconto.<sup>3</sup> Vale ressaltar que, como objetivo secundário, a AM deve assegurar a estabilidade da taxa de câmbio. Porém, caso haja incompatibilidade na manutenção do equilíbrio entre os níveis de preços interno e externo, a AM deve ter como objetivo central a manutenção do valor da moeda interna, por conta de suas repercussões sobre a transferência de renda e o nível de investimentos (KEYNES, 1971a).

Conclui-se, assim, que no *Tract* é possível perceber que Keynes inicia seus questionamentos e rupturas em relação à teoria clássica. Muito embora ele ainda ressalte que a principal função da moeda, porém não única, esteja em permitir que as trocas sejam realizadas e que a TQM é válida no longo prazo, o autor argumenta que quando se consideram as variáveis hábitos do público e comportamento bancário, o nível de preços varia em desproporção em relação à moeda em circulação e, ademais, abre-se espaço para que a política monetária atue. No *Tract*, Keynes (1971a) já insere a moeda como um elemento relevante na explicação dos ciclos econômicos, em especial, ao olhar como variações em seu valor, causadas por mudanças nos níveis de preços, alteram a conduta dos agentes em geral. Se o nível de preços depende da quantidade de moeda em circulação, das reservas dos bancos e das alterações nos hábitos do público, a AM pode controlá-lo ao administrar diretamente as duas primeiras condicionantes e influenciar a última. Tendo como seu objetivo a estabilidade dos preços, a AM deve ativamente governar tais variáveis, via determinação de reservas, taxa de redesconto e operações de mercado aberto. Neste particular, as prescrições de Keynes em relação à política monetária são mais exaustivamente desenvolvidas no *TM*, objeto da próxima seção.

### 3. *A Treatise on Money*

---

<sup>3</sup> No *Tract* a ênfase das reservas como reservas internacionais decorre do padrão monetário vigente então.

O *TM* pode ser considerado um passo intermediário na consolidação de uma teoria monetária da produção, completada na *TG*. Tal obra é dividida em dois volumes em que Keynes (1971b; 1971c) analisa a moeda, a dinâmica dos sistemas monetários nacional e internacional e a política monetária. À diferença do *Tract*, o autor abandona a TQM por inteiro, a substituindo por uma teoria que, para observar os ciclos do produto e da renda nominal, destina-se em parte a investigar a produção de bens de consumo e de investimento, e, em parte, a analisar o dispêndio em bens de consumo e a poupança.

Para tanto, Keynes (1971b) desenvolveu duas equações fundamentais. A primeira explica como o preço de um produto específico varia e é expressa pela renda nominal total  $E$ , a produção total  $O$ , o custo de um novo investimento  $I'$ , a poupança  $S$ , o volume de bens de consumo  $R$ , o nível de preços  $P$ , o custo da produção de bens de consumo  $(E - I')$ , e o incremento no volume de bens de investimento  $C$ . Por tais definições a produção total corresponde aos volumes de bens de consumo e de investimento, ou seja,  $O = R + C$ . Por sua vez, o produto  $P * R$  representa as despesas correntes em bens de consumo e, assim, as despesas em bens de consumo correspondem à renda nominal total subtraída da poupança, ou seja:

$$P \cdot R = E - S = \frac{E}{O} \cdot (R + C) - S = \frac{E}{O} \cdot R + I' - S,$$

ao se reorganizar a expressão, tem-se a primeira equação fundamental:

$$P = \frac{E}{O} + \frac{I' - S}{R}.$$

Entretanto, para se verificarem as influências das variações dos preços é preciso relacioná-las com o poder de comando sobre o trabalho, que corresponde à divisão de uma unidade monetária pelo rendimento médio  $W$ , de modo que  $N = \frac{I}{W}$ , em que  $N$  corresponde ao número de trabalhadores. Chamando-se  $W_1$  o rendimento por unidade de produto, ou seja, a taxa de ganhos de eficiência e,  $e$  o coeficiente de eficiência, chega-se a  $W = e \cdot W_1$ . Assim, pode-se reescrever a primeira equação fundamental como

$$P = W_1 + \frac{I' - S}{R},$$

que é o mesmo que dizer que:

$$P = \frac{I}{e} \cdot W + \frac{I' - S}{R},$$



em que o nível de preços depende da relação entre o rendimento médio e a produtividade, assim como da igualdade entre poupança e investimento. Assim, “segue-se que a estabilidade do poder de compra da moeda envolve duas condições - que os ganhos de eficiência devem ser constantes e que o custo do novo investimento deve ser igual ao volume de poupança” (KEYNES, 1971b, p. 122-123).

Esta equação se choca com a lógica clássica em pelo menos dois caminhos. Por um lado, a ideia de proporção entre volume de moeda e nível de preços da TQM não vale, pois o nível de preços é determinado pelos custos unitários de produção e não pela oferta de moeda. Por outro lado, é bastante possível que a igualdade  $I' = S$  não se verifique, já que parte da renda pode não ser gasta no consumo da produção corrente. Como Keynes explica “o nível de preços (...) é contrariado pelo fato de que a divisão da produção entre bens de consumo e bens de investimento não é necessariamente a mesma divisão entre poupança e gastos em bens de consumo” (1971b, p. 123).

Nestas condições, o nível de preços dos bens de consumo independe do nível de preços dos bens de investimento, sendo que, ao considerar este último como dado, pode-se chegar a uma equação referente ao nível de preços como um todo. Para isso, considerem-se os seguintes preços,  $P'$  dos novos bens de investimento e  $\Pi$  do produto total, e seja  $I$  o novo investimento, sendo que  $I = P' * C$ . Isto posto, tem-se que

$$\Pi = \frac{P \cdot R + P' \cdot C}{O} = \frac{(E - S) + I}{O} = \frac{E}{O} + \frac{I - S}{O},$$

que representa a segunda equação fundamental, também expressa por

$$\Pi = \frac{1}{e} \cdot W + \frac{I - S}{O}.$$

De maneira análoga à primeira equação, a estabilidade de preços depende da relação entre os rendimentos médios e a produtividade do trabalho e do valor de mercado do novo investimento não ser maior que o volume de poupança. A explicação do comportamento destas variáveis reside na taxa de juros e sua determinação no mercado monetário. Keynes (1971b) aponta haver uma taxa de juros natural <sup>4</sup>, capaz de igualar poupança e investimento, e uma taxa de juros de mercado, composta por dois tipos de taxas – *bank rate* (empréstimos de curto prazo) e *bond rate* (empréstimos de

<sup>4</sup>Destaca-se que Keynes (1971b) toma a taxa de juros natural como concebida por Wicksell, correspondente àquela capaz de equilibrar *ex-ante* os níveis de poupança e investimento.

longo prazo). O comportamento da taxa de juros de mercado *vis-à-vis* a natural influencia as variações do investimento e de poupança, podendo repercutir nos preços.

Como apontado pelas equações fundamentais, o maior lucro empresarial corresponde à diferença entre investimento e poupança, fornecendo assim, uma ligação entre a taxa de juros e o nível de preços. Se há, por exemplo, redução das receitas esperadas em relação aos custos, os empresários poupam parte de seus recursos, o que repercute nos preços e, em detrimento da diferença entre poupança e investimento, na taxa de juros (SAWYER, 2006). Tal pode ser o caso se o próprio empresário decide aumentar sua poupança, causando prejuízos para os empresários do ramo de bens de consumo. Assim,

Se todos os que ganham dinheiro gastassem apenas uma proporção de suas rendas igual à cota de bens de consumo na produção total, tudo estaria bem e o sistema permaneceria em equilíbrio. Se, porém, a proporção da renda gasta em bens de consumo diferísse da sua cota na produção total, os produtores desses bens, argumentava Keynes, experimentariam aumentos ou decréscimos inesperados de lucro (...) O resultado seriam mudanças na produção e no emprego a curto prazo, mudando os preços logo depois (MOGGRIDGE, 1976, p. 62-63).

A percepção de lucros inesperados por parte dos empresários afeta as decisões de produção e investimento, sendo que, para tanto, os empresários necessitam de recursos disponíveis, relacionando tal análise ao comportamento da taxa de juros natural frente à de mercado. Se esta taxa for superior àquela, a poupança é estimulada e o investimento deprimido, “de tal sorte que o desequilíbrio resultante provocará uma redução no nível de preços e vice-versa” (AMITRANO, 2005, p. 11). Contudo, como se determina a taxa de juros?

Keynes (1971b) apresenta um modelo que relaciona os lados real e financeiro da economia, representados pelas chamadas circulação industrial e financeira. A primeira corresponde ao âmbito da produção corrente, contemplando as transações de bens e serviços, em que se observam movimentações tanto de bens de capital quanto de bens de consumo. O produto, o nível de preços e a velocidade de circulação da moeda determinam a quantidade de moeda requerida nas transações desta esfera. Já a

circulação financeira se refere às operações com ativos financeiros. Nesta esfera a moeda é um ativo como outro qualquer, com a especificidade de ter custo de manutenção nulo e liquidez plena. Assim, a moeda flui entre as duas esferas, funcionando como uma ponte entre ambas, de forma que “o mesmo objeto, a moeda, quando vai à ilha da circulação industrial assume um papel de meio de troca; quando volta à ilha da circulação financeira, transforma-se num ativo – como qualquer outro produto circulante nesse *locus*” (CARVALHO *et al.*, 2007, p. 93).

Tendo em vista tal cenário, Keynes (1971b) apreende que os desequilíbrios no sistema ocorrem quando o público se predispõe (ou não) a manter moeda em encaixes reais. As negociações de moeda ocorrem na circulação financeira entre os agentes ‘ursos’ e ‘touros’. Os primeiros agentes, cautelosos, são aqueles que preferem manter moeda ao invés de títulos, esperando um aumento da taxa de juros (desvalorização do valor de face dos títulos). Já os agentes agressivos, touros, preferem a manutenção de títulos em mãos, com o intuito de extrair ganhos de capital. É desta diferença de expectativas sobre a taxa de juros futura que o volume de recursos transacionados pelos dois agentes na circulação financeira é determinado. Ao mesmo tempo, os recursos disponíveis para a circulação industrial dependem desta negociação.

Notam-se mais duas rupturas de Keynes (1971b) com a teoria clássica. Por um lado, as negociações de moeda afetam a disponibilidade de recursos para o lado real, sendo que, então, ambos os lados não são estanques. Por ser na circulação financeira um ativo, a moeda concorre com os demais ativos, inclusive de capital, funcionando como uma alternativa em relação à retenção deles. Logo, a moeda não é neutra. Por outro lado, a velocidade de circulação da moeda não é estável, já que a expectativa sobre a taxa de juros futura influencia os agentes a reter maior ou menor quantidade dela.

A partir da lógica descrita acima, abre-se espaço para a atuação da política monetária, que o autor analisa no segundo volume do *TM*. A estabilidade dos níveis de preços, produto e renda deve ser buscada pelo controle da taxa de investimentos que, quando em igualdade com a poupança, leva ao equilíbrio daquelas variáveis. Porém, tal igualdade depende da relação entre as taxas de juros natural e de mercado. Logo, a política monetária é exercida buscando influenciar o comportamento desta última, definida na esfera da circulação financeira da economia e que se relaciona à *bank rate*

que é definida pela AM, dado que “o poder de um Banco Central [...] depende principalmente de sua capacidade para determinar, por meio de uma política deliberada, o valor total de seus próprios ativos” (KEYNES, 1971c, p. 201-202).

Neste sentido, Keynes (1971c) aponta que os ativos da AM correspondem ao montante de ouro, investimentos e adiantamentos que ela detém em seu balancete. Por meio de a AM aumentar ou diminuir seus ativos, ela consegue controlar a quantidade de moeda em circulação, o montante de crédito ofertado pelas instituições bancárias e a taxa de juros bancária. Se o saldo do balancete da AM é positivo, tem-se que os bancos realizaram-na pagamentos, reduzindo o saldo de suas reservas, a oferta de liquidez ao público, e elevando a taxa de juros de mercado. Em sentido contrário, caso a posição da AM seja deficitária, há pagamentos dela aos bancos, o que provoca elevação das reservas bancárias, aumento da oferta monetária e a redução dos juros de mercado.

O montante dos investimentos da AM está sob seu pleno controle, uma vez que correspondem a operações de compra e venda por iniciativa própria, sendo que as ações voltadas à variação desta rubrica correspondem às operações de mercado aberto. Em relação aos adiantamentos, tem-se que a AM também tem controle sobre estas operações, sobretudo através da janela de redesconto, que é a oferta de reservas da AM aos bancos. Por fim, em relação ao ouro, apesar de a sua quantidade depender das transações com os demais países, Keynes (1971c) aponta que seu montante é parcialmente controlável pela AM, através da sua *bank rate*.

Para Keynes (1971c), os instrumentos mais relevantes e utilizados no exercício da política monetária são as operações de mercado aberto, a janela de redesconto, e as reservas compulsórias, inseridas pelo autor em um instrumento mais amplo, a regulação bancária. No que toca a janela de redesconto, a taxa de juros nela cobrada influencia principalmente a taxa de juros de mercado de curto prazo e, desta forma, afeta o volume de crédito ofertado. Ademais, a taxa de redesconto é a arma mais adequada quando o objetivo da AM consiste em preservar o equilíbrio externo<sup>5</sup>, pois, a *bank rate* impacta a

---

<sup>5</sup>Além da preocupação com o papel da AM em nível nacional, no *TM* há a proposta de uma reforma monetário-financeira internacional, com a criação de um banco central mundial, denominado *Supernational Bank-Money*. Ressalta-se que no final dos anos 1930, Keynes escreveu *Proposals for an International Clearing Union*, em que há também a sugestão de se arquitetar uma ordem econômica

taxa de juros de curto prazo, que exerce papel fundamental na atratividade de capitais internacionais, já que os investidores comparam as taxas de juros entre diferentes países.

Já as operações de mercado aberto, que são a compra e venda de títulos públicos por parte da AM no mercado monetário, produzem efeito direto sobre a reserva dos bancos e, em consequência, no volume de depósitos e de crédito a ser ofertado. Como explica Keynes, “operações de mercado aberto, por outro lado, produzem um efeito direto nas reservas dos bancos membros e então no volume de depósitos e crédito em geral, por meio de suas consequências imediatas e aparte de suas reações indiretas” (1971c, p. 225). Diferentemente da janela de redesconto, o *open-market* é capaz de influenciar – mas não de controlar – toda a estrutura a termo da taxa de juros, por meio das transações da AM com títulos de prazo mais longo (KEYNES, 1971c).

A AM tem a capacidade de determinar seus juros de curto prazo como os efetivos no mercado. Contudo, sobre a taxa de juros de longo prazo a AM a influencia, mas seu *controle pleno* não está sob as suas mãos. Por isso Keynes afirma que “a taxa de juros de longo prazo de mercado pode ser *induzida, em certa medida*, na direção desejada, pelo movimento da taxa de juros de curto prazo” (1971c p. 325, grifo nosso). Embora a AM controle a sua *bank rate* e por meio disso espalhe efeitos sobre a taxa de juros de mercado, as expectativas dos agentes, ursos e touros, são o outro fator determinante dos juros de mercado e isso implica que a direção desejada pela AM para os juros possa não ser alcançada. Logo, na medida em que os agentes recorrem aos bancos para acessarem a circulação financeira, a interação entre a AM, as expectativas dos investidores e o sistema bancário pode não ser “forte o suficiente tanto para alterar o nível de preços quanto para estabelecer o equilíbrio em um novo nível sem longos atrasos e atritos” (KEYNES, 1971c, p. 315).

Portanto, o que deve ser levado em conta é que o uso dos instrumentos da AM deve ser coordenado para atingir o seu objetivo principal, qual seja, influenciar a taxa de juros de mercado, a bem de equilibrá-la à taxa de juros natural, balanceando o nível de investimento em relação ao de poupança, a bem de manterem-se estáveis os níveis de produto, renda e preços. Deste modo, percebe-se a taxa de redesconto e as políticas de

---

mundial articulada em torno de uma AM internacional, o *Clearing Union*, capaz de emitir a moeda de conversibilidade internacional, o *bancor*.

mercado aberto são considerados instrumentos ativos para a realização de política monetária. Por sua vez, a regulação estabelece os contornos estruturais da circulação financeira, local em que a política monetária primeiro canaliza seus efeitos. Estes efeitos, contudo, podem não repercutir da forma desejada, principalmente por conta da forma pela qual os agentes reagem às ações da AM.

Tais variáveis, expectativas, investimentos e juros continuam a ser centrais na explicação dos ciclos econômicos na *TG*. Contudo, nesta obra, em avanço ao *TM*, elas participam de um sistema econômico em que a moeda tem um papel proeminente ao longo do processo produtivo e que as variações nos níveis de preço deixam de estar em prioridade como estiveram no *Tract* e no *TM*. Na *TG*, Keynes conceitua sua economia monetária da produção, em que “tão logo se passa à questão de como se determina o produto e o emprego como um todo, se requer uma completa teoria de uma economia monetária” (1973, p. 293). Isto, pois, “*a importância da moeda essencialmente decorre de ela ser um elo entre o presente e o futuro*” (KEYNES, 1973, p. 293, grifo do autor), no bojo de uma teoria “do equilíbrio móvel”.

#### **4. *The General Theory of Employment, Interest and Money***

Em seu prefácio à *TG*, Keynes conceituou o sistema capitalista como uma economia monetária de produção, que é aquela “em que as mudanças de pontos de vista sobre o futuro são capazes de influenciar o volume de emprego e não meramente sua direção” (1973, p. xxii). Este conceito representou uma revolução na ciência econômica, já que rompeu significativamente com os postulados da teoria clássica, sendo que a principal representação deste rompimento é o papel da moeda no sistema econômico. Neste sentido, seu objetivo ao desenvolver a *TG* era mostrar a lógica de funcionamento de uma economia monetária, na qual nada há de mercados autorregulados em nível de pleno emprego.

Vale ressaltar alguns conceitos usados na *TG*, nem todos expressos nela própria, mas em obras anteriores de Keynes. Eles se relacionam, sobretudo, à visão de mundo do autor, em que se consideram a unidade orgânica, a incerteza fundamental a que estão condicionadas as decisões dos agentes, além dos caracteres expectacional e histórico do

tempo. A unidade orgânica refere-se às decisões do indivíduo repercutirem tanto sobre os demais agentes, quanto ao todo em que ele está inserido. Neste sentido, tem-se que o todo é maior do que o somatório das partes, trazendo consigo algo além do que o indivíduo esperava de sua ação ao praticá-la. Nas economias monetárias da produção, a unidade orgânica envolve o homem e a sociedade sendo a “principal relação orgânica a travada entre uma categoria específica de homem, o empresário, e a sociedade na qual ele atuará em busca da ampliação de sua riqueza monetária” (TERRA, 2011, p. 24).

Um dos efeitos imediatos da relação orgânica entre homem e sociedade é a incerteza fundamental, isto é, a inexistência de todos os dados relevantes para uma tomada de decisão. Dessa forma, há a impossibilidade de, *a priori*, determinar-se o que ocorrerá no tempo entre a decisão e a obtenção dos resultados (PAULA, 2006), daí a impossibilidade de o futuro ser previsto pelos dados presentes. Na falta de um instrumental capaz de prever os resultados das decisões, os agentes recorrem a um método “que é, na verdade, uma convenção. A essência desta convenção (...) reside em supor que a situação existente dos negócios continuará por tempo indefinido, a não ser que tenhamos razões concretas para esperar uma mudança” (KEYNES, 1973, p. 152).

Diante da incerteza fundamental, surgem duas dimensões do tempo, expectacional e histórico. O primeiro decorre de o futuro ser incerto e, assim, os agentes basearem suas ações em expectativas quanto aos resultados que almejam, “é por não saberem como se comportará o todo e as partes em uma unidade orgânica que os agentes *esperam* determinados resultados” (TERRA, 2011, p. 26, grifo do autor). Já o tempo histórico relaciona-se à irreversibilidade das ações, no sentido de que as decisões são cruciais, uma vez tomadas, o agente deixa alternativas, antes disponíveis, para trás.

Tendo como referência estes conceitos se pode compreender a ideia central da *TG*, em que a incerteza e a formação de expectativas balizam as decisões de investimento na economia e, neste contexto, a importância da moeda toma forma. Devido à incerteza ser iminente na tomada de decisões, a moeda consegue unir o passado e o presente, representando uma forma alternativa de preservação de riqueza e não apenas um facilitador das trocas. Nas palavras de Keynes “a moeda em seus atributos significativos é, sobretudo, um instrumento sutil ligando o presente ao futuro;

e, nós não podemos sequer começar a discutir o efeito de expectativas alteráveis sobre as atividades correntes senão em termos monetários” (1973, p. 294).

Ao contrário dos clássicos, que tomavam como base a TQM, Keynes (1973) considera que a moeda é um ativo que transporta riqueza no tempo com baixíssimos custos. Isso é possível por conta das características peculiares que ela possui, quais sejam, elasticidades de produção e de substituição nulas, além de o custo de vida em termos de moeda ser mantido relativamente constante no tempo – diga-se de passagem, por conta do exercício da política monetária e pela rigidez dos salários monetários. Dessa forma, a moeda é unidade de conta, o que oferta liquidez absoluta para contratos à vista, como os preços. Ao mesmo tempo, como há contratos diferidos no tempo cotados em moeda, ela possui liquidez no tempo e, então, ela funciona como reserva de valor. Por ser uma reserva de valor, a moeda é um ativo e configura-se, assim, como uma alternativa frente a outros ativos na economia<sup>6</sup>. Contudo, se a demanda é a ela – ou aos ativos que lhe são substitutos próximos – dedicada, há insuficiência de demanda efetiva por bens e serviços, significando frustração de planos dos empresários que se dispuseram a demandar trabalho.

Nesse particular, as razões para demandar moeda são quatro: transação, precaução e especulação, sendo que, após a publicação da *TG*, Keynes introduziu o quarto motivo, *finance* (KEYNES, 1937; 1973). O motivo transação relaciona-se à necessidade de moeda para a realização de operações correntes, como compras pessoais e giro comercial. O motivo precaução é a retenção de moeda para atender a acontecimentos inesperados e oportunidades imprevistas de ganhos, o que ressalta a moeda como reserva de valor face à incerteza. O motivo *finance* designa a demanda por liquidez pelos empresários para o financiamento dos seus planos de investimento.<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Por isso, no capítulo 17 da *TG* Keynes elaborou uma teoria de precificação de ativos, de modo que a dicotomia entre reter moeda ou títulos se expande para a comparação com qualquer outro ativo.

<sup>7</sup> Por sinal, o circuito *finance*-investimento-poupança-*funding* que, como expresso por Keynes (1937), mostra que o investimento se dá em duas etapas. Primeiramente, o *finance* constitui um fundo rotativo, fornecido pelos bancos, que culmina em investimentos que estimulam a atividade econômica, gerando renda através do multiplicador keynesiano que, em parte, é gasta em consumo, e, em parte retorna ao sistema financeiro, na forma de poupança, um resíduo da renda criada. Ao final, a poupança resultante do processo inicial de investimento transforma a dívida de curto prazo (*finance*) dos empresários em dívida de longo prazo (*funding*).



Por fim, o motivo especulação é a demanda por liquidez dos agentes com o “propósito de obter lucros por saber melhor que o mercado o que trará o futuro” (KEYNES, 1973, p. 170). Em especial, é sobre este motivo de demanda por moeda que a política monetária exerce seus efeitos, a ponto de existir “uma curva contínua relacionando as variações na demanda de moeda para satisfazer o motivo especulação com as que ocorrem na taxa de juros, devidas às variações no preço dos títulos e às dívidas de vencimentos diversos” (KEYNES, 1973, p. 197)

O motivo especulação tem como determinante a taxa de juros<sup>8</sup>. Por sua vez, a taxa de juros, em uma reciprocidade-causal, é explicada pela teoria da preferência pela liquidez, em especial, pelo confronto entre as várias preferências pela liquidez individuais no mercado monetário, o que define a oferta de moeda para especulação e a demanda de moeda para precaução, em um comportamento respectivamente touro e urso à la *TM* (KEYNES, 1973).

A partir da lógica do motivo especulação, Keynes (1973) rejeita a ideia da taxa de juros natural utilizada anteriormente no *TM*, passando a sugerir que todo agente possui uma avaliação subjetiva do que seria uma taxa de juros normal ou habitual, isto é, referente ao preço que espera dos ativos que transaciona. Neste sentido, a taxa de juros normal “age como uma âncora para suas expectativas de movimentos futuros da taxa de juros de mercado e define se o agente será um **urso** ou um **touro** em face das taxas de juros correntes” (CARVALHO, 1996, p. 52, grifo do autor).

Então, a incerteza sobre as variações futuras na taxa de juros é o fator determinante da demanda especulativa por moeda e, ao mesmo tempo, este processo dita, em última instância, o patamar dos juros. Assim, a taxa de juros relaciona-se intimamente com a preferência pela liquidez e, por consequência, com a incerteza acerca do comportamento futuro dos próprios juros. Logo, a moeda e o seu preço diferido, ou seja, a taxa de juros, desempenham um papel fundamental em economias monetárias, ao representar uma variável relevante no cálculo do empresário ao tomar sua decisão de investir.

---

<sup>8</sup> Veja-se que com a teoria da preferência pela liquidez Keynes (1973) rompe com a tradição clássica, em que a taxa de juros seria o preço equilibrador da demanda por recursos a investir e da propensão de se abster do consumo imediato, em um mercado não-monetário de fundos emprestáveis.

Em uma economia *demand-led*, como a economia monetária da produção, o investimento é a variável chave, pois cria emprego e renda novos. Por sua vez, o empresário, ao decidir investir, por um lado, calcula as rendas esperadas do investimento sobre o custo de fazê-lo, isto é, a taxa de retorno dos investimentos em ativos de capital a que Keynes (1973) denominou eficiência marginal do capital. Por outro lado, como o empresário deseja lucrar, ele compara a taxa de retorno dos bens de capital, ou seja, a eficiência marginal do capital, com as taxa de juros que remuneram ativos financeiros, mais líquidos e menos custosos do que os de capital. Por isso, para que o investimento ocorra, ele deve ter “uma eficiência marginal do capital que seja no mínimo igual à taxa de juros” (KEYNES, 1973, p. 228) e sempre que a decisão do empresário for demandar ativos financeiros, novos empregos e renda não serão criados.

Pois bem, nestas economias, as dificuldades são “resultantes da associação de uma taxa de juros a longo prazo convencional e bastante estável com uma eficiência marginal do capital inconstante e altamente instável” (KEYNES, 1973, p. 204). Os investimentos dependem além das expectativas empresariais, do comportamento da taxa de juros que, por sua vez, depende da preferência pela liquidez dos agentes, da quantidade de moeda ofertada e das ações da AM. Daí nota-se a importância de se ter controle sobre a taxa de juros, de modo a levá-la a um nível que não crie custo de oportunidade aos bens de capital e impeça a insuficiência de demanda efetiva.

No contexto das economias monetárias da produção, como deve a AM atuar? Levando em conta as dificuldades de se aumentar o investimento “já que a moeda improdutiva pode ser preferida aos ativos de capital como meio de acumulação de riqueza” (CARVALHO, 1999, p. 280), mas, tendo em vista sua importância para a demanda efetiva, o objetivo da AM é realizar a política monetária a fim de “acomodar as transações de demanda por moeda e de impedir que mudanças preventivas do estado de preferência pela liquidez tenham impacto sobre os preços dos ativos não líquidos” (CARVALHO, 1992, p. 212). Logo, a política monetária deve influenciar a curva de juros do sistema financeiro para tornar mais atrativo o investimento em ativos de capital *vis-à-vis* os financeiros. Neste sentido, para Carvalho:

Concebe-se política monetária como a manipulação do estoque de moeda com o fim de modificar a taxa de juros sobre os ativos líquidos, para, através de efeitos sobre os *portfólios* dos agentes privados, induzir movimentos de substituição das formas de riqueza, aumentando ou diminuindo a demanda por ativos reprodutíveis e, assim, aumentando ou diminuindo a renda agregada na produção de novos itens (1994, p. 47, grifo do autor).

Em específico, a referida política afeta o sistema econômico por influenciar o motivo especulação da demanda por moeda, pois, via de regra, as demais razões para se querer liquidez são estáveis, exceto quando há maiores alterações na atividade econômica em geral e, por consequência, no nível de renda. Já a demanda por liquidez para o fim especulativo varia pela incerteza acerca da taxa de juros futura, abrindo espaço para a política monetária negociar títulos de dívida pública com os agentes que estão apostando qual será o nível futuro dos juros.

Para a operacionalização da política monetária, o principal instrumento é a taxa de juros da AM que é operacionalizada através das operações de mercado aberto. Essa é a forma de efetivação da *central bank interest rate* pela velocidade com que o *open market* impacta a taxa de juros, tanto por alterar a oferta de moeda, quanto por dar origem a novas expectativas sobre sua política futura. Nas palavras de Keynes,

Ao lidar com o motivo-especulativo é, entretanto, importante distinguir entre as mudanças na taxa de juros que são devidas à alterações no estoque de moeda disponível para satisfazer o motivo-especulação, sem que tenha havido nenhuma mudança na função de liquidez e aquelas que primariamente se devem a mudanças na expectativa afetando a própria função de liquidez. Operações de mercado aberto, de fato, influenciam a taxa de juros por ambos os canais (1973, p. 197)

Uma alteração nas circunstâncias atuais ou nas expectativas dos agentes provoca um reajuste da disposição em se manterem reservas líquidas individuais e, em consequência, há uma nova posição da taxa de juros, condizente com esse novo cenário de oferta e demanda por moeda nos mercados financeiros. Para tanto, a condição necessária à execução da política monetária é a diversidade de opiniões dos indivíduos,

além das diferenças quanto ao conhecimento e interpretação de uma nova situação feita por cada um “de fato, se isto não fosse assim, ‘operações de mercado aberto’ seriam impraticáveis” (KEYNES, 1973, p. 197, grifo do autor).

Um outro ponto que se pode apreender de Keynes (1973) sobre as funções da política monetária relaciona-se ao perfil dos sistemas financeiros e o fetiche da liquidez que neles impera. Ao abordar a questão, o autor aponta um dilema, já que ao mesmo tempo em que a liquidez oferecida pelos ativos financeiros pode facilitar investimentos por aparentemente torná-los menos arriscados a um indivíduo, o alto nível de liquidez dos mercados financeiros modernos faz com que os investidores financeiros busquem mais “*beat the gun*” (KEYNES, 1973, p. 155) em investimentos de curtíssimo prazo do que, de fato, financiar investimentos. Para Keynes,

Quando o desenvolvimento do capital em um país se converte em subproduto das atividades de um cassino, o trabalho tende a ser malfeito. (...) estas tendências são uma consequência quase inevitável do êxito de se terem organizados os mercados de investimentos ‘líquidos’ (1973, p. 116, grifo do autor).

Este caráter dual do sistema financeiro moderno é exacerbado em momentos de *boom*, em que “a estimacão popular da magnitude desses riscos, o risco do tomador e o do emprestador, é apta a se tornar inusual e imprudentemente baixa” (KEYNES, 1973, p. 145). Dado o perfil especulativo dos mercados financeiros e o seu risco pró-cíclico, a busca da estabilidade financeira é também um dos objetivos da AM na TG. Seja dificultando o acesso aos mercados financeiros, seja taxando os ganhos de curto prazo, seja regulando as transações que lá se realizam, é preciso regulação financeira, pois “em condições de *laissez-faire*, talvez seja impossível evitar grandes flutuações no emprego sem uma profunda mudança na psicologia do mercado de investimentos, mudança essa que não há razão para esperar que ocorra” (KEYNES, 1973, p. 320).

A partir do que foi analisado nesta seção, pôde-se perceber que na TG Keynes (1973) aprofunda o fato de que as decisões dos agentes são tomadas num ambiente de incerteza fundamental e, por isso, são baseadas em expectativas. Para além, ele aponta o conceito de preferência pela liquidez na determinação da taxa de juros, sendo que sua

determinação é apenas parcialmente administrável pela AM, uma vez que as expectativas sobre a taxa de juros futura que os agentes carregam também determinam a oferta e a demanda por moeda nos mercados financeiros e implicam um determinado patamar da curva de juros – algo que desde o *TM* o autor já apontava. Se a incerteza prevalece, há preferência pela liquidez e os agentes reterão moeda em mãos, o que leva, por um lado, a menor oferta de recursos ao investimento, ampliando o *gap* entre oferta e demanda efetiva, e, por outro lado, ao aumento da taxa de juros, ampliando os custos de oportunidade dos bens de capital e arrefecendo ainda mais a dinâmica econômica.

Deste modo, a atenção ao comportamento da taxa de juros é necessária, sendo que a AM deve, através da política monetária, controlar os juros de curto prazo, buscando influenciar os de longo prazo, que são os relevantes para a escala de investimento da economia. Além disso, a AM deve buscar manter a estabilidade financeira do sistema como parte de seus objetivos, impedindo que atividades especulativas se sobreponham às atividades empreendedoras.

### **5. *The Monetary Policy of the Labour Party***

A partir da análise das seções anteriores percebe-se a importância dada por Keynes à moeda e à política monetária, destinada não só a manter o nível de preços estável, meta mais notável no *Tract* e, em alguma medida no *TM*, como também em perseguir o pleno emprego, claro objetivo da *TG*. Neste sentido, Keynes confere a cada obra um papel mais relevante à moeda na explicação dos fenômenos econômicos até chegar à sua concepção do sistema capitalista tendo a moeda como elemento explicativo da dinâmica econômica, a economia monetária da produção. Se a moeda importa, a política que com ela lida, política monetária, também importa. Mas, qual seria a institucionalidade da AM para Keynes, isto é, como ele concebe o funcionamento, a gestão e relação da AM com o governo?

O artigo *The Monetary Policy of the Labour Party*, de 1932, contempla vários pontos da percepção de Keynes sobre a institucionalidade da AM<sup>9</sup>. Em particular,

---

<sup>9</sup>Este texto refere-se a uma resposta do autor a um panfleto político do Partido Trabalhista que demandava uma interferência democrática na política monetária, no sentido de nacionalizar o Banco da Inglaterra.

Keynes (1982) apresentou seis proposições a se considerar sobre a gestão do Banco da Inglaterra que, embora sejam a ele destinadas, podem se estender ao desenho de qualquer AM. A primeira delas aponta que os interesses de acionistas nos lucros do banco central deveriam cessar. Essa proposição, segundo Biböw (2002), representa uma clara distinção entre o pensamento de Keynes em 1932 em relação a sua visão anterior, sobretudo de meados de 1913, quando tratava das questões monetárias da Índia<sup>10</sup>, já que ele passa a enxergar o papel privado no Banco da Inglaterra como negativo, por ser algo de interesse e função públicos. A segunda proposição vai no sentido de reforçar a primeira: a AM deve ser reconhecida como uma instituição nacional, em que interesses privados sejam excluídos. Neste sentido, sua direção deveria ser selecionada por razões públicas, não contemplando privilégios ou interesses particulares.

Já as terceira, quarta e quinta proposições têm um caráter mais gerencial. A terceira sugere que a gestão da AM seja sujeita ao governo democraticamente eleito, sendo que decisões que envolvem compromissos mais robustos por parte da instituição devem obter a aprovação do Ministro das Finanças. Conforme aponta Biböw (2002), esta proposição indica o papel crucial do governo na escolha das principais linhas de política a serem seguidas pela AM. A quarta proposta afirma que os princípios do sistema monetário, relacionados, por exemplo, à que referencial se utilizar para indicar o nível de preços, ou se o ouro deve ser ou não utilizado como padrão monetário, são normas determinadas pelo Parlamento. Pode-se auferir que esta proposição aponta “os limites para o governo estipular seus objetivos finais de política” (BIBÖW, 2010, p. 20). A quinta proposição também tem natureza administrativa e trata da importância da abertura e da transparência que a AM deve manter ao realizar política monetária. Basicamente, a sugestão é de que “o dia-a-dia da política do Banco, suas estatísticas, técnicas e objetivos imediatos devem ser tão públicos quanto possível e, deliberadamente expostos a críticas externas” (KEYNES, 1982, p. 131).

Supondo aceitas as cinco proposições anteriores, Keynes (1982) lança uma sexta, argumentando que quanto menos direto o controle democrático e mais remotas as

---

<sup>10</sup>Keynes trabalhou no *Indian Office* de 1906 a 1908 e, em 1913 publicou seu primeiro livro denominado *Indian Currency and Finance*, em que expunha com detalhamento o funcionamento do padrão de câmbio ouro-divisas adotado pela Índia e suas sugestões para aprimorar a organização do sistema bancário indiano, em especial pela fundação de um banco central (MOGGRIDGE, 1976).

possibilidades de interferência parlamentar no *exercício* da – portanto, algo diferente do sentido a ser dado para a – política monetária, melhor será. Esta proposição aponta a oposição do autor à forma de direção do Banco da Inglaterra proposta pelo Partido Trabalhista Britânico, e “estabelece um princípio destinado a se garantir que a opinião de especialistas domine onde deve” (BIBÖW, 2002, p. 775).

O que está em pauta a partir destas seis proposições é que a AM deve possuir autonomia para operacionalizar os instrumentos de política a fim de alcançar seus objetivos. Dessa forma, sua gestão não deve ser relegada a membros do governo, como propunha o panfleto do Partido Trabalhista, mas sim, a técnicos especializados na gestão bancária, embora sua política geral seja delineada pelo governo em questão. Assim, o governo, democraticamente eleito, define a política econômica geral, delineando, dessa forma, seus objetivos. Contudo, fica a cargo dos técnicos da AM a complexa tarefa de utilizar os meios necessários para se alcançar tais objetivos. Logo, “embora a independência do banco central seja, portanto, vista como um meio adequado para uma condução eficiente da política monetária, (...) o controle democrático final sobre a política monetária, no entanto, deve ser mantido” (BIBÖW, 2002, p. 775)<sup>11</sup>.

Dessa forma, o governo é o responsável pelas ações da AM, com base na prerrogativa de que ele ditou as principais linhas de política a serem perseguidas pela instituição. Ele é responsável pelo desempenho da política econômica, devendo prestar possíveis esclarecimentos e estar sujeito a críticas da sociedade. Não obstante, como aponta Biböw (2002), Keynes (1982) previa uma descentralização na gestão de controle da AM, ressaltando não a subordinação, mas sim, a coordenação com as políticas do Tesouro, estando ambas as instituições aliadas no cumprimento das políticas gerais propostas pelo governo, de forma que “a contribuição de Keynes em 1932 destaca que uma estrutura sólida da política monetária deve ter como objetivo a eficiência na condução da política, bem como responsabilidade democrática” (BIBÖW, 2002, p. 783).

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

---

<sup>11</sup>A noção de independência da AM atribuída por Biböw (2002) à Keynes (1982) se refere tão especificamente à liberdade de operacionalização da política, não sendo, então, similar à ideia de independência do Novo Consenso Macroeconômico. Para mais, ver: Biböw (2010) e Arestis (2006).

É possível perceber uma evolução do pensamento de Keynes no decorrer das obras analisadas. No *Tract*, o autor desenvolve seu pensamento ainda com muita referência à doutrina clássica em que fora formado, sendo a validade da TQM no longo prazo a principal manifestação dessa continuidade. Apesar disso, o autor já questionava a sua validade no curto prazo, inserindo a moeda e a relação dos agentes com ela, via hábitos e reservas bancárias, como relevante na explicação dos ciclos percebidos de preço na economia. Inclusive, são estes elementos que abrem espaço para que a política monetária seja implementada e tenha chance de regular os ciclos de preço.

No *TM* há a substituição da TQM por uma teoria em que os ciclos de produto e da renda nominal são contemplados, sendo que a explicação para eles relaciona-se às circulações industrial e financeira, em uma representação dos lados real e monetário da economia, em que se ressaltam os papéis dos juros, da sua determinação no mercado monetário, e de seus impactos sobre a demanda na forma de investimento *vis-à-vis* a poupança. Ademais, no *TM* há apontamentos sobre o modo de condução da política monetária, em que Keynes enfatiza que a regulação, as operações de mercado aberto e a taxa de redesconto constituem os seus instrumentos centrais, que atuam tanto sobre a estrutura a termo da taxa de juros com o objetivo de manter a estabilidade dos juros de mercado com relação ao natural, a fim canalizar efeitos para o lado real da economia, sobre poupança e investimento e, daí, para o nível de preços.

Na *TG* observa-se a teoria monetária em sua forma acabada. Nas economias monetárias de Keynes (1973) a incerteza inerente às decisões dos agentes faz com que as decisões se baseiem em expectativas que, em parte, determinam os investimentos. Por viverem num ambiente permeado de incerteza, os agentes buscam meios de se precaverem do imprevisível futuro e, a moeda, dadas as funções que desempenha e a política monetária que mantém a credibilidade que os agentes têm na moeda, representa um ativo seguro para transportar riqueza ao longo do tempo. Assim, liquidez pode ser retida para sanar a demanda por segurança dos agentes. Entretanto, procurar segurança significa demandar um ativo não reprodutível e não gerador de emprego e produto, o que interfere diretamente na dinâmica de criação de emprego, riqueza e renda.



Se a moeda importa, seu preço, a taxa de juros, também o faz. Nesse particular, a incerteza quanto às variações futuras da taxa de juros constitui o fator determinante da demanda especulativa por moeda. Por isso, Keynes (1973) observa que esta taxa deve ser influenciada pela AM, que deve levá-la a um nível que estimule a decisão de investir e não crie insuficiência de demanda efetiva. Para além, os objetivos da AM se ampliam em relação às obras anteriores, já que Keynes (1973) considera a política monetária importante tanto para a estabilidade dos investimentos via influência e tentativa de administração da curva de juros quanto para a consecução da estabilidade financeira por meio da regulamentação das transações que se estabelecem no sistema financeiro.

Para além, Keynes (1982) discute a institucionalidade da AM, indicando que ela deve se guiar pela orientação da política econômica como um todo, delineada pelo governo eleito. Ao mesmo tempo, a AM deve dispor de liberdade operacional no manuseio de seus instrumentos, para o alcance de seus objetivos. Não obstante, a AM não escolhe seus objetivos independentemente do governo e, ademais, deve ser clara e transparente em suas ações, em busca de credibilidade e boa reputação frente aos agentes, levando-os a ter expectativas mais confiantes sobre as intenções futuras da AM, de todo que, inclusive, a própria administração da taxa de juros pela política monetária torna-se mais eficaz. Afinal, se todos os agentes estão incertos acerca do caminho futuro da AM, a política monetária não tem espaço para ser implementada.

Por fim, o ponto de chegada do pensamento de Keynes, expresso em sua *TG*, última obra de esforço do autor, indica que a orientação da política monetária deve ser buscar o pleno emprego. Contudo, Keynes (1982) argumenta que a AM deve estar guiada pelo que o governo democraticamente eleito decidir – o poder do povo, a liberdade individual, fim que Keynes (1973) acreditou que sua *TG* pudesse fortalecer, ao propor formas de expurgar o capitalismo de seus ciclos constantes, do desemprego involuntário e de sua arbitrária distribuição de renda. Embora possa parecer um paradoxo, a sugestão de Keynes (1982), que aqui se reitera, é que a orientação da política econômica em geral seja a da busca do pleno emprego, mas que, caso não seja esta a intenção de um governo democraticamente eleito, que seja respeitada esta vontade, pois ela é a expressão da maioria.

XI Congresso Brasileiro  
de História Econômica

14 a 16 de setembro de 2015 | Vitória/ES

12<sup>a</sup> Conferência Internacional  
de História de Empresas



ASSOCIAÇÃO  
BRASILEIRA DE  
PESQUISADORES  
EM HISTÓRIA  
ECONÔMICA



Departamento de Economia  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS

## REFERÊNCIAS

- AMITRANO, C. R. O Tratado sobre a Moeda e a Teoria Geral de Keynes: continuidades e rupturas. **Anais do XXXIII Encontro Nacional de Economia**. Natal, dez. 2005.
- ARESTIS, P. *New Monetary Policy and Keynes*. **European Journal of Economics and Economic Policy: Intervention**, v. 3, n. 2, p. 245-262, 2006.
- BIBOW, J. *Keynes on Central Banking and the Structure of Monetary Policy*. **History of Political Economy**, v. 34, n. 4, pp. 749-787, Winter, 2002.
- \_\_\_\_\_. *A Post Keynesian Perspective on the Rise of Central Bank Independence: A Dubious Success in Monetary Economics*. **The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper**, n. 625, p. 1-32, out. 2010.
- CARVALHO, F. C. *Mr. Keynes and the Post Keynesians – Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy*. Aldershot: Edward Elgar, 1992.
- \_\_\_\_\_. Temas de Política Monetária Keynesiana. **Ensaio FEE**, v.15, n. 1, p. 33-61, 1994.
- \_\_\_\_\_. Sobre a centralidade da teoria da preferência pela liquidez na macroeconomia pós-keynesiana. **Ensaio FEE**, v. 17, n. 2, p. 42-77, 1996.
- \_\_\_\_\_. Políticas econômicas para economias monetárias. In: LIMA, G. T.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. (Org.). **Macroeconomia Moderna – Keynes e a Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, p. 258-281, 1999.
- CARVALHO, F. C. *et al.* **Economia Monetária e Financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Campus, 2007.
- DAVIDSON, P. **Post Keynesian Macroeconomic Theory**, Aldershot: Edward Elgar, 1994.
- KEYNES, J. M. Keynes, John Maynard (1937), Alternatives theories of the interest rate, *Economic Journal*, 47 (186), pp. 241-252, 1937.
- \_\_\_\_\_. *A Tract on Monetary Reform*. (1923). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. IV, London: Royal Economic Society, 1971a.
- \_\_\_\_\_. *A Treatise on Money: the Pure Theory of Money*. (1930). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. V, London: Royal Economic Society, 1971b.

\_\_\_\_\_. *A Treatise on Money: the Applied Theory of Money*. (1930). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. VI, London: Royal Economic Society, 1971c.

\_\_\_\_\_. *The Monetary Policy of the Labour Party, the New Statesman and Nation, 17 and 24 September*. (1932). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. XV, London: Royal Economic Society, 1982.

\_\_\_\_\_. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. (1936). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, VII. Londres: Royal Economic Society, 1973.

MOGGRIDGE, D. E. **As ideias de Keynes**. São Paulo: Cultrix, 1976.

PAULA, L. F. Macroeconomia aberta em contexto de globalização financeira: algumas notas em uma perspectiva pós-keynesiana. In: FERRARI FILHO, F. (Org.). **Teoria Geral setenta anos depois – ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana**. Porto Alegre: Editora da UFRGS, p. 179-206, 2006.

SAWYER, M. *Money, interest rates and unemployment: changes in Keynes's analysis from Treatise to General Theory*. In: FERRARI FILHO, F. (Org.). **Teoria Geral setenta anos depois – ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana**. Porto Alegre: Editora da UFRGS, p. 85-112, 2006.

TERRA, F. H. B. **A dívida líquida do setor público no Brasil pós-Real: uma interpretação keynesiana**. 2011. 161 f. Tese (Doutorado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), Porto Alegre, 2011.