

Mecanismo de transmissão monetária: interação e iteração

Fernando Nogueira da Costa

Introdução

Didaticamente, um livro-texto de economia monetária explica as relações existentes entre o lado *monetário* e o *produtivo*. Distingue, em um sentido, a influência dos fatores monetários nos fenômenos reais, por meio do *mecanismo de transmissão dos efeitos monetários*, e, em outro, as influências do setor real no monetário, por meio da discussão do *problema da endogeneidade da moeda*. Os autores que apresentam a oferta de moeda como exógena (sob controle das autoridades monetárias) só enfatizam a via de “mão única”. Ignoram a “mão dupla”. Os endogenistas, por sua vez, não devem simplesmente romper com a unidirecionalidade e restabelecer a mão e contramão. O trânsito é mais complexo, quando um fiscal não o consegue controlar...

O caminho se faz ao caminhar. Quase todo cidadão está interessado no funcionamento da economia, apesar de a maioria das pessoas não ser capaz de seguir a trilha das equações matemáticas. Quando não se dedica muito às equações, pensa-se melhor com imagens. Pode-se traduzir em palavras essas imagens mentais, mediante analogias familiares. Pode-se descrever o mecanismo de transmissão monetária de tal forma a fazê-lo inteligível para os não-economistas.

Talvez o melhor percurso para esse destino não seja uma via direta, em que no ponto de partida esteja a quantidade de moeda e no ponto de chegada o nível geral de preços ou o nível de atividade. Esta via expressa não permite apreciar a paisagem. Uma via mais tortuosa, porém com encruzilhadas que façam o caminhante decidir entre caminhos alternativos, permite encarar melhor a realidade. A cada nova decisão um agente econômico está num contexto alterado em relação ao anterior, necessitando reajustar sua rota. Não há um único roteiro determinado pela meta da política monetária. É melhor transitar ao *modo de pensar estratégico* (ou da teoria dos jogos), para compreender esse tráfego com uma pluralidade de agentes deparando-se com contingências em que há total incerteza sobre se algo esperado acontecerá ou não.

O problema de interdependência estratégica entre agentes econômicos trata da *interação* – ação mútua entre os agentes – em confronto com a *iteração* – ato de iterar ou repetir uma seqüência de operações, em que o objeto de cada qual é o resultado da precedente. A economia não é um laboratório com condições do

contexto controladas, em que vigora o *princípio da indução* – se uma experiência leva ao mesmo resultado num grande número de vezes, é provável que o resultado voltará a se repetir sempre que a experiência ocorrer.

A *repetitividade* é um mecanismo de aprendizado, referência para expectativa racional. A noção de equilíbrio depende de *ações consistentes e sistemáticas*, pois só assim produzem aprendizagem. As repetições distinguem-se das *contingências*, que, por não se repetirem, *não são teorizáveis*.

Concebe-se, convencionalmente, a política monetária ortodoxa com base em regras comportamentais simples, como se elas não se alterassem com o funcionamento do sistema. A realidade econômica, entretanto, é um jogo cujas regras se alteram após seu início. A vitória (ou sobrevivência) no jogo antagonístico de uma economia concorrencial capitalista depende, necessariamente, da burla de regras sistemáticas, com *inovações*, sejam financeiras, sejam tecnológicas. Quando o mercado define padrões, esses não são perpetuados. Buscando superar os padrões existentes, os competidores são incentivados a inovar.

O fracasso da previsão de alcance de meta de uma política monetária ocorre em função da *adaptação criativa*: não se manipula o comportamento do público, que até então agia regularmente (com uma demanda por moeda estável), pois ele reage. Os comportamentos inesperados mudam contextos institucionais e parâmetros. O que ocorreu no passado não garante que ocorrerá o mesmo no futuro: não há regularidade que garanta determinação histórica. Os responsáveis pela formulação de uma política monetária não têm como controlar a oferta de moeda, pois ninguém sabe quanto os agentes econômicos querem de moeda em circulação ativa. Como fazer o controle monetário se se desconhece a demanda por moeda?

No mercado financeiro, quando surge alguma estrutura, ela é rapidamente desmanchada por movimentos especulativos. A presença do agente especulador destrói a “ordem unida”. É um inovador que diverge, antecipa posições patrimoniais (vantajosas no futuro esperado pela convergência de opiniões dos outros), busca vantagem competitiva, tende à “desigualação”: o contrário do “comportamento de manada”. Em poucas palavras, age com base em *impulsos divergentes*, buscando diferenças que propiciam lucro não-normal, pela sua capacidade de inovação.

Os behavioristas formulam o pressuposto de que os seres humanos são essencialmente reativos, isto é, que suas ações são controladas por estímulos. Uma abordagem da interação social que oferece um ponto de vista totalmente contrário ao modelo reativo é a da *interação simbólica* (Gahagan, 1975), a qual refere-se primordialmente à convicção de que os seres humanos não reagem às ações recíprocas, mas interpretam e definem suas ações mediante símbolos comuns. Uma das suas mais importantes proposições é que os seres humanos podem ser objeto de seus próprios pensamentos, tentando modificar-se. Em suma,

um ser humano possui um *eu (self)*. O fato de ter capacidade de observar, avaliar e controlar o seu próprio comportamento abala a validade de um modelo behaviorista para a interação social.

O comportamento racional não é único, ou seja, não existe uma única racionalidade. Os agentes não aprendem uniformemente, num sentido crescente, de maneira a convergir. Quando o mercado é visto como um *jogo não-cooperativo* ou *antagônico*, em que cada participante desconhece as decisões dos demais, não há como assegurar a convergência para um equilíbrio.

O sistema de mercado não tem como sincronizar as decisões da pluralidade dos agentes. Cada qual se dedica ao exercício de adivinhar o que seus concorrentes pensam, ou seja, busca sintonizar suas expectativas com as dos demais, na medida em que as estratégias dos adversários pertençam a um campo conjecturável. A questão que se coloca é a possibilidade de cada agente econômico descobrir o que os outros pensam, ou melhor, o grau de confiança de cada agente em extrapolar suas próprias opiniões para a coletividade.

Os agentes econômicos podem alinhar e coordenar seu comportamento pelo dos outros, desde que lhes seja possível prever o comportamento de outros. Se é possível imaginar como é ser o outro, ou seja, assumir o papel do outro, eles tentam prever as estratégias de seus adversários, imaginando o que fariam se estivessem na situação deles. A vida econômica, portanto, pode ser vista como uma série de ocasiões ou cenas em que os agentes econômicos planejam e orientam o seu próprio comportamento para alinhá-lo ou concatená-lo com o comportamento de outros, por previsão e interpretação deste último. A vida econômica, no entanto, é usualmente mais incerta do que as convenções ou normas sociais transparecem. Com frequência, não se está certo do que irá acontecer.

A economia convencional sempre se pautou pelo estudo de *estados de equilíbrio*, no máximo adotando a metodologia da estática comparativa, mediante o confronto de estados distintos. Entretanto, um novo programa de pesquisa científico, considerado heterodoxo pelos economistas do *mainstream*, está sendo progressivamente difundido, para explicar a mudança estrutural e a dinâmica complexa que caracterizam os sistemas econômicos. A economia dinâmica interessa-se mais por *processos*, não por *estados*.

A visão convencional é de uma antinomia entre desordem e ordem, pensando o conhecimento monetário como um civilizar, um colocar ordem, um controlar a quantidade de dinheiro dos agentes. A visão alternativa verifica que o movimento que desordena também ordena, sendo inteligível desde que se pense na harmonia do conjunto. As relações de determinação por trás do aparente *caos* econômico, sendo compreendidas, permitem afastar a idéia tradicional de intervenção da autoridade monetária e de causalidade unidirecional de sua política.

A idéia de que tudo tende ao *equilíbrio*, com rígido mecanismo de transmissão, baseado em leis determinísticas – que deduzem o futuro a partir de eventos do passado e não de expectativas sobre o próprio futuro –, não ilumina o fato de que, por mais que se pareçam, as trajetórias econômicas são radicalmente diferentes. Os comportamentos divergentes levam a resultados imprevisíveis.

A chave para esses comportamentos está no conceito de *iteração*. Ocorre iteração quando se repete uma seqüência de operações, em que o contexto de cada qual é resultante da precedente. Depois de algumas iterações, a trajetória parecerá caótica. Porém, essa trajetória, invisível à primeira vista, poderá ser compreendida acompanhando-se o *mecanismo de transmissão monetária* passo a passo, buscando-se entender a mudança de contexto que resulta das decisões dos agentes econômicos em *interação*.

1. Metodologia

Alguns dos métodos dinâmicos desenvolvidos pelos estudiosos suecos tornaram-se parte da apresentação da mensagem keynesiana pelos autores pós-keynesianos. Por exemplo, o modelo gasto-renda analisa as decisões de gastos e as acomodações em estoques (e quantidades) com base nas noções *ex ante* e *ex post* (Costa, 1994a).

Essa idéia consiste, simplesmente, em distinguir os acontecimentos e as situações *que se esperavam*, num intervalo ainda futuro, dos acontecimentos e situações *que de fato surgiram*, no registro desse intervalo, depois que ele foi incorporado pela história. Myrdal denominou essa concepção dos conteúdos de um segmento de tempo, que uma pessoa pode conceber quando no limiar desse segmento, uma apreciação *ex ante*, enquanto ao que foi registrado quando passado o intervalo denominou de apreciação *ex post*.

O tema do *mecanismo de transmissão monetária* requer as noções de *ex ante* e *ex post*, pois se fundamenta em uma teoria da decisão, e a decisão é *ex ante*. Faz referência a um intervalo de tempo do futuro, em relação ao qual, no presente, só pode haver intenções, planos ou decisões. Dependerão, para sua realização, da compatibilidade de uns com outros, e com o curso da natureza não-humana, assim como com a conduta humana não deliberada de cada momento. Para Shackle, não existe nenhum nexo entre essas ficções, às quais chamamos de *expectativas*, inventadas por uma pessoa ou um grupo de pessoas, e as inventadas por outra ou outro (Shackle, 1969; 1976; 1991).

Analisa-se aqui o *mecanismo de transmissão* das decisões dos agentes econômicos em termos de intenções, isto é, numa linguagem *ex-ante*. Por exemplo, um resultado como o desemprego seria devido ao malogro dos agentes econômicos em garantir a tempo o conhecimento de cada uma das demais

"intenções condicionais" ou das reações potenciais. Dever-se-ia a um conflito implícito de intenções: as intenções dos recebedores de renda, de adiar gastos com uma grande parte de sua renda, não são compensadas pelas intenções dos homens de negócios, de negociar entre si uma grande parte correspondente do conjunto de sua própria produção, para o melhoramento líquido de seu equipamento.

O desemprego involuntário resultante é devido à ignorância de agentes econômicos quanto às reações potenciais de cada um dos demais a esta ou àquela situação. Falta conhecimento das circunstâncias da própria ação de cada um. Numa economia monetária, tal emparelhamento dos desejos é muito mais distante que numa economia de troca direta, pois a moeda atuando como reserva de valor permite o diferimento de gastos.

Um *mecanismo de transmissão monetária* diz respeito ao problema de como dispor do dinheiro no lugar certo e no exato momento para a execução de planos, intenções, decisões. Cada agente individual decide de acordo com suas intenções, mas estas podem ser pervertidas pela *interação* monetária com outros agentes. Uma análise de *iteração* é a tentativa de apresentar os eventos como uma consequência das *interações* de decisões anteriores, e decisões subseqüentes com o resultado desses eventos. Uma noção fundamental do método pós-wickselliano aqui adotado para analisar o mecanismo de transmissão é a de que a decisão e a escolha se referem a ações ainda não realizadas, e são portanto elementos em uma teoria essencialmente *ex ante*.

Os agentes econômicos mais importantes na determinação das "leis de movimento" da economia monetária de produção – governo, autoridades monetárias, bancos, consumidores, empresas – criam o futuro através de suas decisões, tomadas antes de alguns fatos desconhecidos, surgidos das próprias decisões. A escolha entre diversos cenários futuros produz futuro não-previsto. A incerteza advinda justifica comportamentos defensivos. Daí criam-se *instituições defensivas*, tais como o sistema de contratos e a moeda com poder liberatório dos contratos.

As instituições evitam que a sociedade se desmantele, protegendo seus cidadãos contra as consequências destrutivas da paixão e do auto-interesse, embora as próprias instituições corram o risco de ser minadas pelo auto-interesse (Elster, 1994:174). Uma instituição parece agir, escolher e decidir como se fora um grande indivíduo, mas também é criada e formada por indivíduos. Uma instituição pode ser definida como um mecanismo de imposição de regras que governam o comportamento de um grupo de indivíduos por meio de sanções externas, formais. Já as normas sociais impõem regras por meio de sanções externas, informais, e com regras internalizadas.

A escola pós-keynesiana – à maneira de sua aliada, a escola institucionalista norte-americana – enfatiza o papel das instituições na vida econômica. Uma instituição não é apenas uma organização ou um estabelecimento

para promoção de um objeto particular, como um sindicato ou um banco central. É também um padrão organizado de comportamento grupal, bem-estabelecido e aceito como parte fundamental de uma cultura. Inclui hábitos, costumes sociais, leis, modos de pensar e formas de vida. A vida econômica, afirmam os institucionalistas, é regulada pelas instituições econômicas, mas estas não são meras restrições, pois têm conseqüências epistemológicas sobre os agentes econômicos, inclusive na formação de suas expectativas.

Sem dúvida, a economia aplicada está ligada à política, à sociologia, à psicologia, à lei, aos costumes, à ideologia, à tradição e a outras áreas de crença e experiências humanas. Mas na atividade econômica existem padrões de ação coletiva que são fenômenos generalizáveis e podem ser abstraídos de seus contextos locais e históricos, permitindo a construção da teoria econômica pura, pré-requisito para a economia aplicada e a ação de política econômica. Esta sim depende da análise e reforma das instituições, do planejamento para a mitigação dos movimentos do ciclo econômico.

Discordamos, portanto, do niilismo teórico tanto dos “equilibristas”, que desacreditam na construção de teoria das decisões sob condições de incerteza, quanto dos institucionalistas, que acham que uma teoria comportamental, geral e consistente para todas as economias de mercado é impossível de construir. Visa-se aqui exemplificar esse esforço empreendido por uma série de autores anti-*mainstream*, com a exposição do mecanismo de transmissão monetária através do método *ex antelelex post*. Será analisado o comportamento usual dos principais agentes econômicos – governo, bancos, consumidores, empresários – nas decisões fundamentais da vida econômica, em relação a empréstimos, fixação de preços (inclusive básicos: juros, câmbio, tarifas, etc.), manutenção de estoques, produção, gastos em investimento e em consumo.

Apresentar-se-á a incerteza gerada pelas expectativas divergentes, baseadas numa não-uniformidade da estrutura institucional e das rotinas. As *interações* das decisões heterogêneas dos agentes, condicionadas por essas expectativas, resultam em incerteza. Sob condições de incerteza, não se pode predizer se o comportamento dos agentes econômicos será governado predominantemente pela racionalidade individual ou pelas instituições e normas sociais. Ao contrário do *mainstream*, no qual a incerteza *exógena* ao modelo, introduzida arbitrariamente, no modelo pós-keynesiano ela é *endógena*, já que resulta do confronto de forças do mercado. A própria política discricionária é, de certa forma, endógena, na medida em que está submetida a limites sinalizados pelo mercado – risco de provocar recessão, desemprego, falências e reações políticas –, visando, no limite, ao funcionamento saudável do mercado.

2. Decisões governamentais

O modelo pós-keynesiano não exclui a ação arbitrária do governo. É o único agente econômico que vai contra a expectativa reinante, pois toma *decisão política*, visando em última instância ao *lucro coletivo* da sociedade e não ao *lucro particular* no mercado. Nesse sentido, pode ter uma ação ativa contra-ciclo.

No entanto, as divergências sistemáticas entre os planos individuais dos agentes levam à conclusão política de que a administração da demanda agregada não é suficiente para a regulação econômica. “A política keynesiana tem de ser suplementada por intrincada intervenção institucional, envolvendo a reestruturação industrial e das instituições financeiras, para fazer seus padrões de operação mais dirigidos ao alcance das desejadas metas econômicas e sociais” (Hodgson, 1985:41).

Na análise das relações entre fatores *monetários* e *reais* é fundamental entender o mecanismo de transmissão dos instrumentos de política monetária. Há dois tipos de mecanismo de transmissão: o de transmissão direta, em que variações da oferta de moeda determinam diretamente variações no gasto – este argumento monetarista do *efeito saldo real* (impulsão para o gasto devido ao excesso do estoque nominal de moeda) é contraposto pelo keynesiano da *preferência pela liquidez* (diferimento do gasto com retenção da moeda) – e o de transmissão indireta, em que variações da oferta de moeda geram, antes de tudo, variações na taxa de juros, e apenas por esta via indireta conseguem, eventualmente, influenciar a demanda agregada.

Deve-se alertar que expansões monetárias não exercem grande influência sobre as taxas de juros de longo prazo e que variações destas últimas não constituem um estímulo suficiente para investir. As expansões monetárias podem ser quase inteiramente absorvidas por variações opostas na velocidade de circulação da moeda, sem influências relevantes nas variáveis reais.

Há assimetria na eficácia da política monetária,¹ pois se é verdade que a expansão monetária tem escassos efeitos positivos sobre as variáveis reais, a contração na oferta de moeda efetivamente em circulação, ou sua expansão insuficiente, perante aumentos da renda e/ou do nível de preços, tem efeito real negativo, ao não sancioná-los. Não é só o inevitável aumento da taxa de juros, no mercado de capitais, mas sobretudo a carência de *finance* necessário para o financiamento dos gastos programados, no mercado de crédito, e o não-sancionamento das vendas nos *mark-ups* desejados, no mercado de bens, que constituem obstáculos na expansão do sistema.

A curto prazo, se a quantidade de moeda que efetivamente entra em circulação ativa, em função de decisões de gastos, é insuficiente em relação às

(1) Ilustrada através das seguintes metáforas: a corda serve para puxar o touro, mas tem pouca utilidade para retrocedê-lo, ou então, pode-se levar o cavalo à fonte, mas não se pode obrigá-lo a beber.

necessidades de vendas dos produtores, pois os agentes econômicos não estão dispostos a aumentar a velocidade de circulação da moeda ou criar substitutos adequados da moeda, a economia retrocede para níveis mais baixos de produção, emprego e renda. Em consequência, decisões de produção, a curto prazo (com elevados estoques não-desejados), e decisões de investimento, a longo prazo (com capacidade ociosa não-planejada), são adiadas.

A não-sancionalidade pela moeda das decisões *ex ante* de produção e de investimento, em conformidade com as necessidades reais da indústria e do comércio, ocorre concomitantemente com a elevação da taxa de juros. Caso preços crescentes não sejam sancionados (através de decisões de gastos validadas por moeda), provavelmente vigoram simultaneamente taxas de juros também crescentes, que estimulam as aplicações e não os gastos.

Os instrumentos de política econômica utilizados afetam o mecanismo de transmissão:

- taxa de juros: a ligação entre taxa de juros e gastos reais é um dos elos no mecanismo de transmissão. Ela é condicionada por expectativas: o investidor tem seu comportamento econômico ditado por uma taxa de juros *a priori*, ou seja, sua expectativa de taxa real (frente à inflação esperada), líquida (após a tributação), a longo prazo (para planejar futuras decisões). A longa defasagem entre a tomada de decisão e a implementação do gasto, e a longa maturação de muitos projetos tornam inevitável que os tomadores de decisão devam prever o custo de capital e o custo de oportunidade, para muitos períodos à frente. É improvável que variações temporárias nas taxas de juros tenham muito efeito sobre a decisão de gasto já efetivada, com base em plano do passado.
- taxa de câmbio: com a adoção de taxa de câmbio livremente flutuante, coloca-se atenção particularmente sobre a ligação entre taxa de juros e taxa de câmbio, que passa a ser vista como um dos mais poderosos mecanismos de transmissão entre política monetária e os preços e produto.
- racionamento de crédito: numa situação em que o gasto desejado seja inelástico aos juros, a política monetária deve operar mais através da disponibilidade de *finance* do que através de variações na taxa de juros.
- coordenação de preços: política monetária contracionista, isoladamente, sem essa política complementar, é inefetiva perante preços rígidos para baixo, em virtude da desconfiança de cada agente de que sua iniciativa de cortar seus preços não será seguida igualmente pelos fornecedores e concorrentes.

Variações na oferta de moeda – quer politicamente induzidas, quer criadas pelo sistema bancário – podem não estimular, mas variam a composição do gasto (Chick, 1973:137). O canal através do qual a política monetária é transmitida depende crucialmente da maneira com que é conduzida. O modo do governo se financiar, seja por lançamento de títulos da dívida pública, seja por emissão

monetária, afeta a distribuição mercantil do gastos, com implicações para a estrutura de preços relativos.

O mecanismo de transmissão depende do modo de introdução da nova moeda na economia. Dois tipos de política monetária impõem diferentes trajetórias: as aquisições de *open market* têm seu principal efeito sobre o custo de emissão de novos títulos, ações e/ou debêntures; o déficit governamental financiado por emissão monetária tem efeito direto sobre as vendas. Preços, produto, emprego e decisões de investimento são afetados por essa diferença.

Por exemplo, quando o déficit fiscal for dirigido principalmente para as rendas assalariadas, o crescimento na demanda será percebido inicialmente na indústria de bens de consumo; enquanto no caso das operações de *open market*, variando o custo do *funding* (composição passiva), é o investimento que por primeiro é atingido. Os próximos passos dependem das expectativas das firmas. A reação pode vir em forma de variações ou nas quantidades ou nos preços, como será visto mais adiante.

3. Decisões de crédito

A decisão de empréstimo efetiva-se como resultado do confronto entre o risco do credor quanto à insuficiência da margem de garantia (variável ao longo do ciclo econômico) e o risco do devedor quanto à rentabilidade esperada (Minsky, 1975). Portanto, é decisiva a aversão ao risco tanto do emprestador quanto do tomador, que o avaliam pela variação da relação fundos externos/fundos internos, segundo o princípio do risco crescente.

A inversão do ciclo expansivo pode ocorrer ou por um problema de estoque de dívida e saldos (fundos de terceiros/fundos próprios) ou por um problema de fluxos de caixa (serviço da dívida/receitas obtidas). Em certas conjunturas, há reversão de expectativas, com mudança da avaliação convencional ou subjetiva. Aumenta a dúvida quanto à capacidade de honrar o débito em face do aumento da fragilidade financeira, que indica o grau de prudência no endividamento. Em consequência, a estratégia passa a ser a diminuição do grau de alavancagem financeira, ou seja, da medida em que o endividamento financia operações ativas das empresas, que elevam a taxa de retorno sobre o capital próprio. A alavancagem financeira é positiva quando, com o uso de capitais de terceiros, obtém-se benefício superior aos custos impostos pelo seu uso.

O estado de crédito revela a expectativa dos credores em relação aos negócios de seus clientes. O risco do credor aparece nos contratos de financiamento sob forma de obrigações de pagamento devidas aos débitos: taxas de juros, prazos, exigências de garantia, restrições a futuros empréstimos adicionais, etc. Em face de planos incompatíveis (por razões de divergências de

expectativas), não só os banqueiros (credores) como também os empresários (devedores) reverão posições. Com a deterioração das condições do crédito, o fluxo de caixa esperado torna-se inferior ao fluxo de pagamento de obrigações. O preço de indução da decisão de produzir novos bens de investimento fica superior à avaliação ou cotação desses bens no mercado. Abandona-se o projeto de investimento novo para adquirir as oportunidades de mercado. Esta troca de propriedades usadas não representa investimento sob o ponto de vista macroeconômico.

Se os empreendedores não puderem obter contratos adicionais de moeda bancária, quando, no agregado, desejam aumentar suas posições de capital de giro, para expansão do fluxo de produção – e a preferência pela liquidez do público está invariável –, então eles não serão capazes de pagar suas obrigações antes do produto adicional ser completado e vendido. Na ausência de criação adicional de moeda bancária, os empreendedores não estarão dispostos a assinar novos contratos de emprego, e o crescimento do emprego, a longo prazo, será obstruído, mesmo que a esperada demanda efetiva futura fosse suficiente para garantir expansão. A moeda não é neutra: uma deficiência de moeda (deixada *inativa*) pode refrear a expansão.

O sistema bancário não distingue entre acréscimos de requerimentos empresariais para financiar maiores obrigações devidos a aumento de emprego (com dado salário nominal), associado com alguma ampliação do fluxo de produção, e devidos a maiores custos de mão-de-obra por unidade de produção. Logo, o sistema bancário que providencie um quadro financeiro que facilite a transição a maiores fluxos de produção e emprego é também capaz de suportar passivamente forças inflacionárias devidas às demandas econômicas, sociais e políticas de vários grupos por maiores rendas nominais com o fim de obter, *ceteris paribus*, uma maior participação em algum fluxo de produto agregado.

O sistema bancário pode acomodar demandas inflacionárias. A expansão monetária devida ao sistema bancário não é causa da inflação, como propõe a teoria quantitativa da moeda, mas a oferta de moeda endógena é uma condição permissiva ou sancionadora, na medida em que sancionar os aumentos dos preços das mercadorias, motor da inflação.

Toda criação de moeda creditícia é *endógena*, isto é, sua oferta é interdependente com a demanda. Essa endogeneidade não quer dizer, automaticamente, que a emissão de crédito é bem fundada: isto vai depender do resultado dos negócios. Porém, o regime de moeda creditícia permite "diferir" a realização das perdas, que passam a ser financiadas por novos créditos, levando muitas empresas que não produzem mais valores socialmente necessários a ter uma sobrevida artificial, ou seja, a uma má alocação de recursos.

Com a diminuição do risco da realização mercantil (risco de renda em face da perda de venda por superestimativa dos preços), o risco do negócio

capitalista acaba sendo deslocado para o risco de capital (descapitalização devida a subestimativa dos preços): quando o fluxo de renda gerado pela venda de mercadorias deve ser convertido em poder de compra, para fazer frente às necessidades de consumo e/ou de reposição de estoques do vendedor anterior. Com a inflação, esse fluxo de renda poderia ser insuficiente. Os empresários tornariam a aumentar seus preços de venda, porque o sistema de crédito o permitiria. Desse modo, a moeda creditícia endógena sancionaria a propagação da inflação.

4. Decisões de fixação de preços

A alta dos preços deve ser considerada como a *causa* e o crescimento da oferta de moeda como o *efeito*. É necessária uma teoria "não estritamente monetária" dos preços, explicando o movimento destes a partir de decisões microeconômicas descoordenadas.

O *mark-up* desejado *ex ante* só é efetivado se o vendedor encontra um comprador com dinheiro, disposto a adquirir o bem ao preço oferecido. É necessário o sancionamento monetário para que os aumentos relativos de preços, decididos por oligopólios, se efetivem nominalmente *ex-post*. A moeda *sanciona ex post* – não causa – decisões *ex ante* de gasto, de aplicação, de formação de estoques e de fixação de preços. As decisões planejadas demandam liquidez *a posteriori* para serem efetivadas, ou seja, dependem de interação – em que se troca moeda – com decisões de outros agentes que sejam validadas.

Deve-se distinguir entre duas classes de ação, que são o fundamento do processo dos preços: ações mediante as quais os bens são *oferecidos* a dados preços pelos vendedores aos compradores e ações pelas quais essas ofertas são *aceitas* pela outra parte, com frequência numa extensão maior ou menor que a esperada pelos ofertantes.

Os desvios entre as transações previstas e aquelas de fato efetivadas, em razão do excesso ou da carência da demanda prevista pelos vendedores ao fixarem seus preços anteriores, influenciam na decisão dos vendedores de variar seus preços de um período ao seguinte. Isto se a frequência de vendas não está de acordo com as previsões dos vendedores.

5. Decisões de manutenção de estoques

A quantidade de bens vendidos se ajusta, ao menos parcialmente, aos preços por meio de variações no volume de estoques, característica do método do *fix price*. A fixação dos preços não implica que eles nunca podem variar, mas que

não necessariamente variam ao haver desequilíbrio entre demanda e oferta de bens e serviços.

Na prática, o fato de haver estoques tem estreita relação com a possibilidade de que os preços se mantenham fixos: quando a demanda excede a produção, se há estoques que podem compensar essa deficiência, obviamente o preço não tem por que aumentar; se não há estoques, é difícil a suposição dos preços rígidos. A suposição dos preços fixos é mais difícil no caso dos bens perecíveis (não-armazenáveis) que no dos estocáveis. No mercado de *fix price* o estoque efetivo pode ser maior ou menor do que o desejado. No mercado de *flex price*, o estoque efetivo é sempre o desejado.

O “estoque normal” é o estoque mínimo para continuidade no negócio. A manutenção de estoques depende dos custos de manutenção dos estoques excedentes, da preferência pela liquidez dos vendedores e da expectativa de lucro. Portanto, a manutenção de estoques depende da expectativa de vender mais caro do que o preço de aquisição, ou seja, importa a incerteza da expectativa de preços. Este elemento especulativo, devido a expectativas sobre o comportamento dos preços, revela que sob forma de maiores preços estas expectativas inflacionárias se realimentam. Sob inflação em aceleração, o risco de capital supera o risco de renda: se a firma se exceder na fixação de preços, acumulará estoques que não apenas se apreciarão com a inflação, como também aumentarão a relação realizável/disponível, favorável à demanda e à obtenção de crédito, para manutenção do mesmo nível de produção.

O princípio de ajuste de estoques de bens diz que há uma faixa dentro da qual o nível de estoque é confortável, de modo que não parece haver necessidade de medidas especiais para corrigi-lo. Só haverá uma reação se o nível efetivo sair fora dessa faixa. A demanda por reposição dos estoques é regida, em primeiro lugar, pela taxa de vendas esperadas e, em segundo, pela diferença entre o estoque efetivo e o desejado.

6. Decisões de produção

Como foi visto, na decisão de produção deve se levar em consideração o *estado de estoques*. Não se pode esperar um ajuste exato do *nível dos estoques*: seguramente erros serão cometidos. No caso dos bens armazenáveis, os erros podem comprometer o futuro, permanecendo uma faixa invendável àqueles preços não sancionados por moeda. Com os juros elevados, aumenta o custo-oportunidade de reter estoques. Em vez de pagar juros sobre capitais de terceiros – no caso de endividamento, para sustentar os preços e os estoques –, pode ser mais interessante vender com preços promocionais, recebendo dinheiro para se autofinanciar ou ganhar aplicando em juros.

No caso dos perecíveis, um excesso da produção sobre a demanda sob forma monetária não pode se acumular em estoques; simplesmente se desperdiça. Assim como esse é um sinal para reduzir a produção, um excesso de demanda monetária sobre a produção provocará o mesmo tipo de sinal para aumentá-la.

7. Decisões de investimento

Uma explicação alternativa para o desemprego, além daquela em termos de déficit da demanda agregada (devido à preferência pela liquidez), é construí-la em termos de déficit de oferta agregada. Mesmo que a moeda não seja entesourada, não é de se supor que uma economia cujas decisões de investimento são tomadas por empresários, descoordenadamente, possa caminhar para o pleno emprego. A moeda entesourada é um efeito simultâneo, não uma causa antecedente do diferimento de gastos.

Em tal economia descentralizada, o nível de emprego depende não do alojamento monetário, mas simplesmente dos impulsos dos investidores. Nesta ótica, os determinantes das decisões de investir são articulados à capacidade de autofinanciamento, às expectativas de lucros, ao grau de utilização da capacidade produtiva e às inovações tecnológicas, entre outros fatores. Logo, as modificações na oferta de moeda não são consideradas como co-determinantes fundamentais – em primeira instância – dessas decisões.

Mas, sem dúvida, deve-se introduzir as relações financeiras na teoria de investimento kalecki-keynesiana. Em Keynes, há ausência explícita das relações creditícias entre os agentes que transacionam entre si. É necessário contemplar, como sugere Minsky, a estrutura do passivo no financiamento da posição do ativo (Minsky, 1986). A decisão de portfólio não se refere somente a *que ativos reter*, mas também a *como financiar* essa retenção ou propriedade de ativos.

As teorias de seleção de carteira de ativos geralmente contemplam a decisão de como escolher ativos, que distinguem-se por preço de oferta, grau de risco quanto à lucratividade, condições de negociação, lucratividade esperada, prêmio de liquidez. O trinômio rentabilidade-segurança-liquidez de cada ativo depende do desempenho do mercado de produtos, do comportamento do mercado financeiro, da existência de *market-maker* (que garanta recompra e organize operações), da organização do mercado secundário, da existência de substitutos.

Como financiar a aquisição e a manutenção de ativos acima do excedente líquido disponível (lucros retidos) refere-se à emissão de títulos de dívida. Leva à necessidade de esperar que o fluxo de caixa (q) seja superior ao fluxo de obrigações (c : custos de retenção e custos financeiros) ao longo do período de financiamento, bem como que o ativo, com mercado secundário organizado,

ofereça uma grau de liquidez (*l*) razoável, com possibilidade de revenda sem perda de valor e com rapidez, caso necessário.

Uma decisão de investimento produtivo é crucial, pois destrói o contexto em que é tomada e não pode ser repetida, pois suas condições iniciais não podem ser repostas. Ao contrário do investimento financeiro, caracteriza-se por provocar um processo praticamente irreversível, já que uma vez desencadeados os gastos do investimento, só pode ser detido às custas de grandes perdas. A diferença entre o grau de imobilização ou iliquidez os diferencia. A irreversibilidade do movimento no tempo distingue-o do movimento no espaço, onde se vai e volta: não há a espacialização do tempo com a “volta do futuro”...

A partir da menor fluidez dos investimentos reais em relação aos financeiros, em função da questão de prazo e de reversibilidade, alguns autores apontam que adotar uma convenção é racional, para se tomar uma decisão sob condições de incerteza. Esta atitude, se generalizada, levaria a uma baixa dispersão das opiniões em torno de uma média ou, no limite, a uma convergência de opiniões. É como se fosse uma profecia auto-realizadora. Por exemplo, uma convenção sobre o panorama macroeconômico dar-se-ia a partir de uma análise conjuntural consensual. Nesse caso, a convenção (*output*) surgiria entre os agentes econômicos tanto pela disponibilidade das mesmas informações (*input*) quanto pela adoção do mesmo método de análise (processamento). No entanto, esta é uma hipótese pouco provável.

Os agentes econômicos têm percepções distintas a respeito do horizonte futuro porque partem de pontos de vista diversos. A divergência a respeito do cenário macroeconômico idealizado tem origem nas próprias experiências microeconômicas. Os comportamentos nas decisões de portfólio são distintos em função de desapontamentos anteriores (inclusive com diferentes disponibilidades de excesso de estoque ou de capacidade ociosa não desejada), graus diversos de fragilidade financeira (pela diferenciada prudência no endividamento), sem considerar as características estruturais diferentes entre os agentes: setor de atividade, natureza jurídica, porte e origem de capital, poder de mercado, etc.

A convenção não elimina a incerteza. Esta surge porque a efetivação dos planos individuais depende da interação dos planos decididos descoordenadamente. Os planos dos outros agentes econômicos fazem parte do contexto. Em situação de planos incompatíveis entre si, há *processos de geração de incoerências*.

8. Decisão de gastos

O não-sancionamento *ex post* não se deve a uma escassez macroeconômica de moeda, mas sim à própria precondição microeconômica da

circulação ativa da moeda: as decisões *ex ante* de gastos. Trata-se de um confronto entre a decisão de fixar preços e a decisão de gastar. Se ambos agentes econômicos (vendedores e compradores) decidem efetivar a transação de compra e venda, não será o estoque nominal de moeda existente que não a sancionará. Dependendo dos termos da negociação – venda a prazo pelo fornecedor, crédito ao consumidor pelas financeiras, desconto e/ou empréstimo de capital de giro pelos bancos comerciais, etc. –, a moeda creditícia se expande.

A capacidade das autoridades monetárias de restringir o crescimento de empréstimos às empresas não-financeiras indiretamente, variando as taxas de juros de curto prazo, é limitada pelo processo recessivo (e reativo politicamente) que pode desencadear:

- no período de mercado, principalmente numa situação de excesso involuntário de estoques, a demanda de crédito fica insensível às variações dos custos de juros;
- no período de produção, tal processo reverte expectativas cumulativamente, leva à suspensão de decisões de produção e à adoção de férias coletivas;
- no longo prazo, período de investimento, o aumento da capacidade ociosa provoca adiamento de decisões de investimento, recessão e desemprego.

9. Decisões dos trabalhadores

Para finalizar a exposição deste mecanismo de transmissão monetária, apresenta-se uma breve nota sobre o papel supostamente passivo dos trabalhadores (ou famílias de assalariados) numa economia capitalista. Nessa teoria das decisões, não se “abstrai” os trabalhadores? As decisões que determinam a dinâmica do capitalismo são, aparentemente, capitalistas; mas os trabalhadores são somente um “mal necessário”? Se os capitalistas entram na teoria como protagonistas autônomos, os trabalhadores não podem ser examinados nem como agentes reagentes?

A suposição kaleckiana, na formulação da teoria dos determinantes dos lucros – de que, se “os trabalhadores não fazem poupança, o consumo será então igual à sua renda: assim, gastam o que ganham, enquanto os capitalistas ganham o que gastam” –, de *fato estilizado* parece ter sido consagrada como verdade absoluta. Estilizar significa modificar, suprimindo, substituindo e/ou acrescentando elementos, para obter determinados efeitos estéticos. O trabalhador é “estilizável”?

A âncora da moeda no sistema keynesiano tradicional é o salário monetário, pois o valor da moeda está ancorado no nível geral de preços e este, em termos absolutos, é dado pelo peso do salário nominal agregado. Variação no salário nominal provocará mudanças nos custos e na função demanda dos consumidores, e então em diversos preços e no índice geral de preços. Portanto,

por ser praticamente o único elemento de custo cujas variações afetam diretamente todos os custos e por explicar, nas economias avançadas, a maior parte do poder de compra, pode constituir tanto um choque de custos quanto uma pressão de demanda.

Mas no modelo keynesiano tradicional o salário nominal é considerado uma variável exógena, porque é estabelecido não por via de “forças de mercado” e sim nas “mesas de negociação” ou por decreto governamental. Sua rigidez à baixa (em termos nominais) justifica que qualquer alteração de preços relativos transforme-se em alta do nível geral de preços.

Na verdade, alguns autores consideram que “a expansão do custo não é causa de inflação”, porque sem um aumento do poder aquisitivo e da demanda o aumento do custo levaria ao desemprego e à recessão, e não à inflação (Machlup, 1978). Em outras palavras, sem que a oferta de moeda sancione, não há aumento contínuo de preços, devido ao risco de perda de mercado. Mas com o poder de criação endógena de moeda, fomentado pela pressão inflacionária dos sindicatos e empresas, a “culpa” da inflação é colocada por esses autores na falta do “freio” monetário.

Outros autores acham que “o excesso de demanda global não é causa da inflação”, porque os preços e salários não aumentam por pressão do mercado, mas são “aumentados” por decisões administrativas formais e explícitas. A pergunta que fica é: há algum sistema econômico em funcionamento em que todos os preços e salários sejam administrados na base do cálculo de custo e mantidos nos níveis determinados, mesmo em face do excesso de demanda, com ocorrência de pedidos não atendidos, vagas não ocupadas?

Este debate teórico acaba se tornando ideológico ao perquirir sobre quem deverá recair a “culpa” pela inflação: a inflação motivada por *excesso de demanda global* é justificada pelo fato de o Tesouro nacional ter gasto além do arrecadado e de o Banco Central manter taxas de juros baixas e tolerar reservas livres; a inflação alimentada pela *expansão de custos* é justificada com o cenário em que os sindicatos exigem aumento excessivo de salários, os empregadores o concedem e os oligopólios elevam preços administrados de bens intermediários. Nessa polarização, a inflação de oligopólio torna-se o único diagnóstico aceitável pelos sindicalistas, pois no último caso são responsabilizados e no primeiro a terapia leva à recessão e ao desemprego.

O próprio Friedman considera os sindicatos “bodes expiatórios” favoritos do governo e que eles não provocam inflação, pois os aumentos de salários são o *resultado* da inflação, e não a *causa*. Mas, para ele, os empresários também não causam inflação, pois sempre são gananciosos: como pode, então, a inflação ser tão maior em alguns lugares e em determinadas épocas do que em outros lugares e épocas? “A inflação não é um fenômeno capitalista, tampouco é um fenômeno comunista; no mundo moderno, a inflação é um fenômeno de impressora: uma

inflação elevada é sempre e em toda parte um fenômeno monetário” (Friedman, 1994:181), isto é, só o começo de uma compreensão da causa e da cura da inflação. A pergunta mais básica é: por que os governos produzem inflação, aumentando com demasiada rapidez a quantidade de moeda? A resposta de Friedman é: por causa da vontade política do pleno emprego.

Mas, atualmente, o *mainstream* coloca menos ênfase nas *causas primárias* e mais na *inércia inflacionária*, provocada por comportamento racional defensivo, pelo fato de as demandas salariais se transformarem de questões econômicas em questões políticas e sociais e pelo poder de fixação de preços. A terapêutica antiinflacionária, qualquer que seja a causa primária, consiste então em neutralizar a ação dos mecanismos de reajustes, espontâneos ou não, de preços, salários, câmbio, taxas de juros, etc. Adverte, porém, que se ocorrer quedas das margens de lucro também cairá a taxa de acumulação e aumentará o desemprego: “é melhor encarar os fatos de frente a escondê-los”...

Sob o ponto de vista da análise da inflação, interessa o comportamento a curto prazo dos *mark-ups*. A hipótese de constância dos *mark-ups* reduz o mercado de preços administrados ao papel de *transmissor passivo* de impulsos inflacionários gerados em outras partes do sistema econômico. Em consequência, a discussão se concentra sobre os fatores determinantes do impulso inflacionário (por exemplo, variação do custo do trabalho). Em oposição a esta visão do fenômeno inflacionário, o modelo de Frenkel supõe um *papel ativo* do mercado de preços administrados, na medida em que as decisões de preços das empresas jogariam um papel autônomo no processo inflacionário através de variações de curto prazo dos *mark-ups* (Frenkel, 1979). Assim, a independência dos *mark-ups* em relação às variações da demanda não coloca as decisões de preços como função exclusiva de custos, uma vez que abrangem a informação disponível, o nível de incerteza e as considerações de risco. Se estas variáveis experimentam mudanças significativas, as decisões de preço se dão através da variação a curto prazo dos *mark-ups*.

A conclusão deste tópico é que o poder de decisão, no capitalismo, não é distribuído de forma igualitária. É com o governo e os empresários que está a iniciativa tanto no mercado de capitais como no de trabalho. Como os poderes de mercado, os comportamentos e as expectativas são heterogêneos e divergentes (embora teorizáveis), a resultante é a incerteza.

Conclusão

Viu-se, pela análise de cada etapa do mecanismo de transmissão, que um agente escolhe um mecanismo de reação que lhe diz o que fazer em uma nova interação, em função do que ele e outros agentes econômicos fizeram em

interações prévias. Ele pode iterar ou repetir uma seqüência de operações, mas cada qual ocorrerá num novo contexto resultante das interações precedentes. As condições iniciais não se repetem e as trajetórias não podem ser predeterminadas.

Com este modo de análise do mecanismo de transmissão monetária, baseado numa teoria das decisões interdependentes, atinge-se a aspiração a descrever trajetórias dinâmicas – e não a determinar níveis em torno de um centro de gravitação – das variáveis econômicas, repudiando-se a noção de equilíbrio. Mostra-se o fundamento microeconômico da macroeconomia pós-keynesiana, ou seja, uma teoria do nível de emprego resultante – *ex post* – de decisões – *ex ante* – sob condições de incerteza. Este conceito não condena o analista ao niilismo teórico.

Uma corrente entre os pós-keynesianos – a fundamentalista – tende a considerar as variações de emprego ligadas às alterações da preferência pela liquidez dos agentes econômicos como a própria essência da teoria do subemprego, elaborada por Keynes. A crítica a essa versão é que a demanda especulativa por moeda não pode ser, por definição (no capítulo 15 da Teoria geral), senão temporária. Portanto, o argumento à base da *preferência pela liquidez* não justifica o desemprego a longo prazo.

Uma outra explicação do subemprego, exposta no capítulo 17 da Teoria geral, apega-se ao próprio *atributo de liquidez da moeda*: a detenção de um ativo depende da comparação dos benefícios e dos custos ligados a esta posse. Em circunstâncias de desemprego, o rendimento de todos os ativos deve se alinhar ao do ativo monetário. Logo, a moeda seria o ativo cuja rigidez da oferta constituiria um limite à baixa das taxas de juros próprias, pois se estas se tornassem inferiores à taxa de juros própria da moeda, os agentes converteriam seus ativos não-monetários em moeda.

O argumento é que, para se colocar uma referência ao rendimento de um ativo não-monetário através do prêmio de liquidez da moeda, é necessário controlar a taxa de juros própria do ativo monetário. Isto supõe uma moeda de origem exógena, sujeita à manipulação das autoridades monetárias. Esta condição é contraditória em relação à prática bancária e ao próprio princípio da demanda efetiva. No sistema de crédito, as autoridades monetárias são incapazes de fixar uma taxa de juros em termos do poder de compra da moeda, ou seja, uma taxa de juros real *ex ante*. Mas a hipótese de uma oferta de moeda exógena contradiz igualmente o princípio da demanda efetiva exposto por Keynes no capítulo 3 da Teoria geral: se o estoque de moeda fosse *dado*, poderia acontecer de não haver moeda – ou crédito – suficiente para financiar a realização dos projetos de investimento, que atendem ao ponto da demanda efetiva realizadora de renda.

Uma explicação possível para o desemprego de longo prazo é o abandono da abordagem em termos de déficit da demanda agregada (tal como é feita nos capítulos 15 e 17 da Teoria geral), com adoção de uma outra em termos de déficit

de oferta agregada (sugerida no capítulo 3). Esta outra corrente pós-keynesiana coloca ênfase no princípio da demanda efetiva: as decisões de gastos descoordenadas como causa de desemprego.

O argumento básico é que, mesmo que a moeda não seja entesourada (por exemplo, num contexto inflacionário), não é de se supor que uma economia de mercado descentralizada, cujas decisões de investir são tomadas por empresários descoordenadamente, possa caminhar sistematicamente para o pleno emprego. No capítulo 3 da Teoria geral, o subemprego aparece como possível porque o nível máximo de lucro que os investidores esperam obter não tem nenhuma razão para ser associado a um nível de produção de pleno emprego. Nesta explicação do impulso (*animal spirits*) para a decisão de gastos, não há necessidade de apelar aos fatores monetários.

Daí conclui-se que a moeda entesourada é um *efeito simultâneo*, não uma *causa antecedente* do diferimento de gastos. O adiamento dessas decisões de gasto – aplicações em ativos duráveis – tem como contrapartida aplicações em outros ativos líquidos (monetários ou financeiros).²

A conclusão desse debate é que não há uma hierarquia conceitual entre a teoria da preferência pela liquidez e o princípio da demanda efetiva, na explicação do nível do emprego: não se trata de uma relação de causa e efeito, mas sim de *simultaneidade de ações*: diferir gastos e reter liquidez. Em outras palavras, a moeda ociosa não é a causa do desemprego a longo prazo. Este seria devido – em última análise – aos comportamentos incongruentes motivados pelas expectativas incertas e divergentes dos agentes econômicos que tomam decisões.

O significado de equilíbrio é o de um *estado* no qual os planos dos agentes são consistentes entre si. Nenhuma sociedade poderia funcionar se os planos de todos os agentes fossem frustrados o tempo todo, pois a frustração universal dos planos seria o *caos* (Elster, 1994:124). Alguns autores julgam que, para evitar o estado de caos, a cooperação e a coordenação só podem ser centralmente impostas por instituições sociais respaldadas pela força governamental. No caso, a imposição de uma regra para a política monetária, com uma meta de crescimento da base monetária, seria a melhor condução para se atingir o equilíbrio macroeconômico. No entanto, o modelo de interação e iteração, aqui exposto, indica a ineficácia desse método para se atingir a coordenação de uma economia cujos agentes interagem de maneira descentralizada e resistem às regras compulsórias. O ato de jogar o jogo capitalista modifica as regras.

(2) “A revisão do conceito de liquidez permite rejeitar a simplificação da carteira de ativos composta somente de moeda e títulos. Na versão hicksiana da teoria da preferência pela liquidez, esta é um problema do ‘espectro de ativos’. Trata-se de um conceito de liquidez mais amplo que o da Teoria geral, pois é um conceito relativo de liquidez” (Costa, 1994b).

As previsões econômicas baseiam-se na suposição de que um insumo aproximadamente exato - a quantidade de moeda - leva a um resultado aproximadamente exato - o nível geral de preços. Os modelos quantitativistas buscam processar teias complicadas, e um tanto arbitrárias, de equações, pretendendo transformar as medições das condições iniciais - oferta de moeda - numa simulação de tendências futuras. No entanto, um sistema dinâmico complicado como o capitalista tem pontos de instabilidade que modificam a cadeia de acontecimentos. É um sistema que nunca encontra um estado estacionário. Ele quase se repete, mas nunca exatamente. Comportando-se de maneira não-periódica, é imprevisível. Em outras palavras, a recusa do capitalismo em repetir-se resulta na incapacidade dos economistas em prevê-lo. Há um elo entre *aperiodicidade e imprevisibilidade*.

Os modeladores têm esperanças de que seus resultados não sejam demasiado deformados pelas muitas e inevitáveis simplificações. Se o modelo de fluxos revela algo inesperado - uma elevação extraordinária da taxa de juros que modifica comportamentos -, os econométricos mudam as equações para moldar o resultado de acordo com suas expectativas teóricas.

Um não-economista faz a crítica merecida: “Na prática, os modelos econométricos revelavam-se desanimadoramente cegos sobre o futuro, mas muita gente que deveria ter mais senso agia como se acreditasse nos resultados. Previsões de crescimento econômico ou de desemprego eram apresentadas com uma precisão implícita de duas ou três casas decimais. Governos e instituições financeiras pagavam por essas previsões e agiam de acordo com elas, talvez por necessidade ou à falta de coisa melhor” (Gleick, 1991:18).

Fernando Nogueira da Costa é professor do
Instituto de Economia da UNICAMP.

Referências bibliográficas

- CHICK, V. *The theory of monetary policy*. Oxford: Basil Blackwell, 1973.
- COSTA, F.N. *Por uma teoria alternativa da moeda*. Campinas:UNICAMP.IE, 1994a. tópicos 3.3.7 e 4.1.2. (Tese de Livre-Docência)
- _____. Hicks e a liquidez. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 22, Florianópolis, 1994. *Anais...* São Paulo: ANPEC, 1994b.
- ELSTER, J. *Peças e engrenagens das ciências sociais*. Rio de Janeiro: Relume - Dumará, 1994.
- FRENKEL, R. Decisiones de precio en alta inflacion. *Estudios CEDES*, 1979.
- FRIEDMAN, M. *Episódios da história monetária*. Rio de Janeiro: Record, 1994.
- GAHAGAN, J. *Interpersonal and group behaviour*. London: Methuen, 1975.
- GLEICK, J. *Caos: a criação de uma nova ciência*. Rio de Janeiro: Campus, 1991.

HODGSON, G. Persnasion, expectations and the limits to Keynes. In: LAWSON, T.; PESARAN, H., eds. *Keynes' economics: methodological issues*. New York: M.E. Sharpe, 1985.

MACHLUP, F. Outra visão da inflação alimentada pela expansão do custo e pela demanda excessiva. In: SHAPIRO, E., org. *Análise macroeconômica: leituras selecionadas*. São Paulo: Atlas, 1978.

MINSKY, H.P. *John Maynard Keynes*. New York: Columbia Univ. Press, 1975.

_____. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale Univ. Press, 1986.

SHACKLE, G.L.S. *Um esquema de teoria econômica*. Rio de Janeiro: Zahar, 1969.

_____. *Epistemia y economia: critica de las doctrinas economicas*. México: Fondo de Cultura Economica, 1976.

_____. *Origens da economia contemporânea: inserção e tradição do pensamento econômico (1926-1939)*. São Paulo: Hucitec, 1991.

Resumo

O artigo mostra, mediante análise de cada etapa do mecanismo de transmissão monetária, que um agente escolhe um mecanismo de reação que lhe diz o que fazer em uma nova interação, em função das interações que ele e outros agentes econômicos estabeleceram. Ele pode iterar ou repetir uma seqüência de prévias operações, mas cada qual ocorrerá num novo contexto resultante das interações precedentes. A condição monetária inicial não se repete e a trajetória – dinâmica e caótica – não pode ser predeterminada por modelo de previsão.

Palavras-chave: Economia monetária; Macroeconomia; Política monetária; Mecanismo de transmissão monetária.

Abstract

This paper shows, analysing the mechanism of monetary transmission at each stage, that an agent chooses a reaction mechanism which indicates what to do in a new *interaction* as a function of what he and others economics agents have done in previous interactions. He is able to make an *iteration* or a repetition of a sequence of operations, but every new action will occur in new context as a result of precedent interactions. The initial monetary condition is not repeated and the chaotic and dynamic trajectory can not be predetermined by prevision models.

Key-words: Monetary economics; Macroeconomics; Monetary policy; Mechanism of monetary transmission.