

Antonio José de Almeida Meirelles *✍*

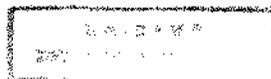
Moeda Endógena e Teoria Monetária da Produção

Este exemplar corresponde ao original da Tese defendida por Antonio José de Almeida Meirelles em 08/08/97 e orientada pelo Prof. Dr. Mario Luiz Possas. CPGE/IE, 08/08/95.

maria luiz possas

Tese de Doutorado em Economia
apresentada ao Instituto de Economia
da Universidade Estadual de
Campinas, sob a orientação do Prof.
Dr. Mario Luiz Possas. *✍*

INSTITUTO DE ECONOMIA - UNICAMP
Campinas
1997



000176

UNIDADE	BC
N.º CHAMADA:	TUUM CAMP
	M478m
V. Ex.	
TÍTULO	BC/ 31620
PROC.	28/197
C <input type="checkbox"/> D <input checked="" type="checkbox"/>	
PREÇO	R\$ 11,00
DATA	16/09/97
N.º CPD	

CM-00100427-1

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

M478m Meirelles, Antonio José de Almeida
Moeda endógena e teoria monetária da produção / Antonio
José de Almeida Meirelles. -- Campinas, SP : [s.n.], 1997.

Orientador: Mário Luiz Possas
Tese (Doutorado) - Universidade Estadual de Campi-
nas. Instituto de Economia.

1. Teoria monetária 2. Moeda. 3. Taxas de juros. I. Possas,
Mario Luiz. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de
Economia. Título.

Para *Felipe, Laura, Elô e Myrtila*

AGRADECIMENTOS

A Mario Luiz Possas, por sua orientação, dedicação e confiança na realização deste trabalho.

Ao Instituto de Economia e à Faculdade de Engenharia de Alimentos da UNICAMP, local onde atuo profissionalmente, por terem possibilitado o desenvolvimento deste trabalho.

A Fátima (FEA), pela dedicação e paciência no trabalho de digitação.

À minha Família, pela alegria de todos os dias e pelo apoio na realização de mais esta obstinação.

RESUMO

Formulado por Keynes nos primeiros esboços da Teoria Geral, o conceito de Teoria Monetária da Produção procura enfatizar as peculiaridades, em relação às visões econômicas ortodoxas, de um sistema no qual a moeda atua "como um fator 'real'", capaz de afetar o nível de produto e os preços relativos. Definida pelo autor como o ativo de liquidez máxima, este atributo da moeda é associado a suas características de baixas elasticidades de produção e de substituição.

São tais características da moeda e a exigência, supostamente correlata, de uma exogenia completa de sua quantidade, os alvos da crítica de parcela dos adeptos da endogenia monetária, em especial dos horizontalistas. A presente tese está centrada justamente na análise desta polêmica, colocando ênfase nos aspectos que são enumerados a seguir:

1. Ao sugerir a curva de oferta de moeda infinitamente elástica como a melhor alternativa à abordagem monetarista e sua defesa da plena exogenia monetária, o horizontalismo revela sua dificuldade de reconhecer o caráter dual da moeda; ou seja, o seu papel como meio de troca e ativo, que participa tanto da circulação industrial como da financeira. Ele passa, deste modo, ao largo da principal crítica de Keynes à Teoria Quantitativa da Moeda, a qual destaca a dificuldade de relacionar diretamente, com alguma significância teórica, a quantidade de moeda e a renda nominal;

2. A noção deste duplo papel da moeda ganha maior relevância na Teoria Geral, com a ênfase atribuída à questão da incerteza. A opção por uma abordagem mais enxuta, sem a riqueza de detalhes de sua obra anterior, cumpre neste caso o objetivo de demarcar com maior nitidez as questões realmente mais relevantes na análise de uma economia monetária. O conceito de preferência pela liquidez ocupa o centro desta nova formulação;

3. Deste modo, a questão central não é tanto a contraposição exogenia/endogenia da quantidade de moeda, mas o reconhecimento que a taxa de juros, ao contrário do que sugere o horizontalismo, é também endógena, principalmente no sentido de que a criação de moeda de crédito é dependente da preferência pela liquidez dos bancos. A opção, a exemplo do monetarismo, por uma contraposição na qual a quantidade de moeda ou a taxa de juros deva ser necessariamente exógena, desconsidera a dimensão de um ativo que a concessão de crédito tem no *portfolio* bancário;

4. Ao considerar a plena endogenia monetária como a forma de dar coerência ao princípio da demanda efetiva, o horizontalismo indica não só o seu débito com a Teoria dos Fundos de Empréstimo, como a sua dificuldade, a exemplo daquela teoria, de se desvencilhar da noção de poupança como a fonte, em última instância, dos recursos para financiar o investimento;

5. A crítica horizontalista também se equivoca ao não diferenciar a relação estabelecida por Keynes entre as propriedades essenciais da moeda e seu atributo de liquidez, da causalidade moeda-preço sugerida pela Teoria Quantitativa. O ativo líquido moeda, desejado como reserva de valor e na qualidade de participante da circulação financeira, não está associado, de forma exclusiva, à circulação do produto. Portanto, se são as baixas elasticidades de produção e substituição que garantem a liquidez da moeda, são justamente elas que impedem a existência de uma conexão direta entre a quantidade deste ativo e os preços monetários.

ÍNDICE

CAPÍTULO I: Apresentação	1
 CAPÍTULO II: A Teoria Monetária da Produção	 15
II.1. Demanda Efetiva e Expectativas.	18
II.2. Taxa de Juros, Taxa Natural e o Sistema Bancário	23
II.3. A Circulação da Riqueza e a Produção de Bens	28
II.4. A Poupança como Resíduo e a Avaliação da Riqueza	31
II.5. A Gestão Financeira da Riqueza e a Instabilidade do Capitalismo	35
II.6. Preferência pela Liquidez: a elaboração de uma teoria geral da seleção de ativos sob incerteza	39
II.7. Taxa Própria de Juros: a unificação conceitual de ativos com características diversas	43
II.8. A Teoria Monetária da Produção e a Moeda como um Fator Real.....	46
 CAPÍTULO III: A Preferência pela Liquidez, a Taxa de Juros e o Horizontalismo	 49
III.1. A Preferência pela Liquidez e a Teoria Quantitativa.....	51
III.2. A Velocidade de Circulação da Moeda.....	58
III.3. Da Velocidade para a Preferência pela Liquidez.....	66
III.4. A Taxa de Juros de Curto Prazo e o Horizontalismo	80

III.5. Taxas de Juros (de Longo Prazo), Expectativas e Horizontalismo.....	94
III.6. Taxa de Juros, Investimento e Demanda Efetiva	109
CAPÍTULO IV. Poupança, Investimento e Moeda Endógena.....	125
IV.1. O Equilíbrio entre Poupança e Investimento e o Papel do Multiplicador	127
IV.2. Demanda Efetiva e o Financiamento das Decisões de Gasto	144
IV.3. O Motivo <i>Finance</i> e o Horizontalismo	171
IV.4. O Horizontalismo e a Teoria dos Fundos de Empréstimo	198
CAPÍTULO V: A Moeda.....	213
V.1. A Moeda no Keynes Pré- <i>Teoria Geral</i>	216
V.2. A Moeda na <i>Teoria Geral</i> , Hicks e o Horizontalismo	222
V.3. Demanda por Moeda e Especulação.....	233
V.4. As Propriedades Essenciais da Moeda.....	245
V.5. Moeda e Inflação	256
VI. CONCLUSÕES	285
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	295

CAPÍTULO I

Apresentação

A concepção da “moeda como um fator ‘real’” (KEYNES, 1987, p.203), capaz de afetar o nível de produto e os preços relativos, parece sintetizar com perfeição a evolução final do pensamento monetário de Keynes. Empregada em um de seus textos pós-*Teoria Geral*, na polêmica que travou com Ohlin, Hicks e Robertson, Keynes procurava naquele momento diferenciar sua teoria da formação da taxa de juros, com base na preferência pela liquidez, da teoria dos fundos de empréstimo. Mas é especialmente sugestivo lembrá-la agora, quando a polêmica interna aos pós-keynesianos acerca do grau de endogeneidade da moeda conduz, às vezes, à conclusão que a “moeda não tem qualquer papel a desempenhar” (LAVOIE, 1984, p.791).

De fato, o esforço de Keynes por tornar a moeda um determinante “real” da trajetória econômica no curto e longo prazos é somente uma das soluções possíveis para o principal foco de divergência entre as diversas correntes de pensamento econômico. Pode-se dizer que este se localiza nas concepções acerca da interação entre moeda e economia “real”, ou, em outros termos, da interação entre as esferas monetário-financeira e produtiva do sistema econômico. E, de certa forma, sempre foi assim. Já em seu livro *Zur Kritik der Politischen Ökonomie*, no debate com Hume, MARX (1981) afirmava que “aquela relação direta entre preço e quantidade de meio de circulação ... é uma mera quimera, que a expansão e contração do meio de circulação, sendo constante o valor dos metais preciosos, é sempre efeito, nunca causa da oscilação de preços, que a circulação da moeda é somente um movimento secundário e que a moeda, no verdadeiro processo de produção, assume ainda bem outras determinações que a de meio de circulação” (p.190).

Sem dúvida tais divergências adotaram diferentes roupagens ao longo do tempo, suas versões e nuances foram se alterando, mas representaram sempre variações em torno do mesmo tema. Foi com Keynes e sua concepção de teoria monetária da produção que uma visão alternativa, qualitativamente superior, da interação entre moeda e produção veio a público. Em seu livro *A Tract on Monetary Reform*, mesmo que ainda fortemente preso à ortodoxia da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), KEYNES (1971a) já enfatizava que a moeda só “importa” na medida em que não seja neutra: “a mudança no valor da moeda... é importante somente à medida que sua incidência seja desigual” (p.1). E, ao comparar processos inflacionários e deflacionários, complementa: “se excluirmos inflações exageradas”, “talvez a deflação” seja “a pior; pois é pior, em um mundo empobrecido, provocar desemprego do que desapontar o rentista” (p.36). Observações como essas, que no *Tract* são ainda essencialmente impressionistas, ganham no *Treatise on Money* densidade teórica: incorpora-se à discussão a distribuição dos agentes em “baixistas” e “altistas”, sua opção entre formas mais ou menos líquidas de conservar riqueza, enfim a moeda não só como meio de circulação, mas também como um ativo que passa a influenciar o ritmo de criação de nova riqueza, os preços e mesmo as quantidades, ainda que tal influência se restrinja aos momentos de transição entre diferentes estados de equilíbrio. Mas é na *Teoria Geral* que KEYNES (1985) coroa sua trajetória de se desvencilhar das “confusões da teoria quantitativa” (p. 11) e procura “encaminhar a teoria monetária no sentido de se tornar uma teoria da produção como um todo” (p.4). É nítida aqui a intenção de desenvolver uma concepção generalizadora e sistêmica da interrelação entre moeda e produção, livrando-a das dicotomias tradicionais.

Posteriormente, com o surgimento do monetarismo e sua ressurreição da TQM, a polêmica foi recolocada em seus termos iniciais. Na verdade, o aborto da revolução keynesiana realizado pela síntese neoclássica, ao atingir êxito pleno em circunscrever a concepção globalizadora de Keynes a apêndices do pensamento econômico tradicional, já tinha pavimentado o caminho de retorno a visões tão dicotômicas do sistema econômico. O processo inflacionário iniciado há mais de duas décadas acelerou este pífio eterno retorno, com seu coroamento exemplar na versão novo-clássica: aqui a influência da moeda e das relações monetário-financeiras sobre a “trajetória”, e às vezes mesmo sobre o desempenho de curto prazo, da economia “real” é inexistente. A moeda define o nível de preços; já os preços relativos e as quantidades são definidas exclusivamente na esfera “real”, do equilíbrio geral.

O monetarismo teve ao menos o mérito de recolocar a polêmica sobre a questão monetária na ordem do dia. Entre os pós-keynesianos parece ter sido KALDOR (1986) seu opositor mais ferrenho. No livro *The Scourge of Monetarism* suas opiniões podem ser sintetizadas na proposição de inverter a causalidade geralmente admitida pela TQM: não é a quantidade de moeda que determina preços; ela, na verdade, é criada endogenamente na quantidade necessária para fazer frente às decisões de gasto ao nível de preços corrente.

Reiniciada nos moldes tradicionais, esta polêmica foi assumindo novos contornos ao longo do tempo: não só a relação moeda-preços, como também os próprios mecanismos de criação da moeda e as possibilidades reais de controle

de sua quantidade pela Autoridade Monetária (AM) passaram a ganhar destaque no debate. A discussão catalisou, assim, processos de reavaliação no interior das diversas correntes de pensamento econômico¹.

Entre os pós-keynesianos, vários, além do próprio Kaldor, vêem na suposição do Keynes da *Teoria Geral*, de uma quantidade fixa de moeda, a principal questão a ser reformulada². MOORE (1988a) coloca esta questão de forma ainda mais contundente: a concepção de um sistema econômico com moeda não neutra no longo prazo exigiria a plena endogenia monetária. Por isso deve-se contrapor ao rigoroso controle que a AM poderia exercer sobre a quantidade de moeda, segundo o monetarismo, a completa endogenia de sua oferta; ao verticalismo monetarista, o horizontalismo da curva de oferta de moeda perfeitamente elástica. Na verdade, ao admitir uma quantidade fixa de moeda, Keynes teria cometido um deslize ortodoxo, quiçá monetarista, indicando que não teve êxito pleno na sua tentativa de se desvencilhar das “confusões da teoria quantitativa”. A prova disto está em sua teoria da preferência pela liquidez (PPL), que deveria ser vista como “uma modificação da teoria quantitativa da moeda, não um abandono” (MOORE, 1988a, p.174).

¹ Mesmo entre walrasianos existem indicações nesta direção: “[o] mais sério desafio que a existência da moeda coloca para um teórico é que o melhor modelo do sistema econômico não pode encontrar espaço para ela” (HAHN, 1983, p. 1).

² “Há um aspecto da *Teoria Geral* com o qual não podemos mais conviver: a suposição ... que a oferta de moeda pode ser determinada pelas Autoridades Monetárias e ser exôgena aos outros elementos da Teoria” (CHICK, 1989a, p.41). Vide ainda a respeito Victoria CHICK (1993).

Mas a própria forma na qual a polêmica tem sido travada indica que o debate está, em geral, condicionado pelos contornos estabelecidos no seu início. No afã de se contrapor ao monetarismo, os argumentos de parcela dos pós-keynesianos têm se centrado na quantidade de moeda e na inclinação da curva de oferta monetária. Com isto a discussão perde muito em conteúdo e capacidade de refletir a complexa interação entre moeda e economia "real". É necessário reformulá-la, direcionando-a para uma avaliação mais bem fundamentada das bases teóricas que justificam as opções dos diversos autores, até porque as diferenças de opinião, mesmo entre os pós-keynesianos, parecem refletir divergências mais profundas de concepção. É justamente para este último aspecto da controvérsia - sua vertente pós-keynesiana, associada ao grau de endogenia da moeda - que este trabalho está voltado. Pretende-se, com base em uma interpretação da concepção keynesiana de teoria monetária da produção, analisar este debate contemporâneo, tentando explorar sua compatibilidade, as reformulações e eventuais rupturas com aquilo que denominarei os aspectos essenciais do pensamento de Keynes.

De início parece necessário delimitar com maior nitidez os termos da discussão que se pretende estabelecer neste trabalho. A distinção sugerida por POLLIN (1991) quanto às diferentes abordagens pós-keynesianas sobre a questão da endogeneidade monetária fornece um ponto de partida adequado. Ele sugere, em primeiro lugar, que as diferentes concepções pós-keynesianas compartilham "a idéia que a taxa de crescimento da oferta de moeda e ... a disponibilidade de crédito são fundamentalmente determinadas por pressões do lado da demanda no interior dos mercados financeiros" (p.367). As diferenças se

explicitariam na análise do processo de obtenção de reservas por parte dos bancos. Se a expansão do crédito é algo “fundamentalmente determinado” pela demanda, o relevante é analisar como os bancos obtêm as reservas necessárias para essa expansão. Na abordagem “acomodativa”, defendida por Kaldor, Weintraub e Moore, sustenta-se que o Banco Central “deve necessariamente acomodar” as necessidades de reservas, sob pena de ameaçar “a viabilidade da estrutura financeira”. Deste modo, não haveria qualquer “restrição *quantitativa* efetiva” que incidisse sobre as “necessidades de reservas dos bancos” (p.367). Já na outra abordagem, da *endogeneidade estrutural*, as operações de mercado aberto realizadas pelo Banco Central exerceriam uma “restrição quantitativa significativa sobre a disponibilidade de reservas” (p.368). Tal restrição tende a induzir modificações “no interior da própria estrutura financeira”, com o propósito de se gerar *privadamente* as reservas adicionais necessárias, o que caracterizaria o processo já clássico de inovações financeiras. Esta seria a abordagem defendida, entre outros, por ROUSSEAS (1986) e MINSKY (1986).

Não há como negar que a diferenciação proposta por Pollin reflete adequadamente a forma como as divergências entre os pós-keynesianos tem se explicitado. Conservando ainda os termos desta diferenciação, seria possível expressá-la também de outra maneira, como a contraposição entre uma perspectiva de plena endogenia monetária - a abordagem “horizontalista” de Kaldor e Moore - e a perspectiva de uma endogeneidade apenas parcial da moeda, característica dos que admitem uma curva de oferta monetária positivamente inclinada, como seria o caso de Minsky, Rousseas e, mais recentemente, WRAY (1990a). A divergência entre os pós-keynesianos estaria,

portanto, no grau de endogenia, ou melhor, no valor da inclinação da curva de oferta monetária, já que os defensores da moeda “totalmente exógena” - os verticalistas - teriam que pressupor, como observa DAVIDSON (1988), uma completa inelasticidade-juros da curva de oferta monetária e sua total independência da demanda, algo que nenhum pós-keynesiano, possivelmente nem mesmo Keynes, sugeriria.

Mas o problema deste tipo de diferenciação é que reúne perspectivas conceituais diferentes no mesmo sub-grupo, atribuindo o maior relevo às particularidades que tais perspectivas assumem explicitamente. Observe-se, por exemplo, que tanto Moore e Kaldor, como também ROUSSEAS (1986), discordam da abordagem tipo “ativo - *portfolio* da teoria da preferência pela liquidez” (p. ix). Já na perspectiva desenvolvida por Minsky e Wray a preferência pela liquidez, em particular a do sistema bancário, desempenha um papel chave na expansão do crédito e na criação de moeda bancária. As suas oscilações ao longo do ciclo econômico podem, inclusive, alterar a inclinação da curva de oferta monetária: “durante um *boom* forte as taxas de juros não irão subir muito, já que a oferta de financiamento é, de fato, muito elástica” (MINSKY, 1957, p.185), com o que a curva de oferta de moeda bancária tende à horizontalidade; já nos momentos de crise, quando a “preferência pela liquidez aumenta, os bancos tornam-se crescentemente menos dispostos a satisfazer a demanda por crédito, de forma que o racionamento de crédito substitui o comportamento acomodativo” (WRAY, 1990a, p.165) e a curva de oferta de moeda bancária tem sua inclinação aumentada.

Está claro que os pontos de concordância não decorrem de uma identidade de concepções. Enquanto alguns autores procuram derivar a endogeneidade monetária dos elementos básicos da construção teórica de Keynes ou, pelo menos, procuram associá-la a estes elementos, outros concluem que há uma incompatibilidade intrínseca nesta tentativa, sendo necessário romper com alguns de seus postulados. É preciso esmiuçar o pano de fundo desta polêmica para retratar as diferenças de concepção que, direta ou indiretamente, parecem interferir no debate concreto acerca da endogenia monetária³.

Dois são os riscos neste tipo de intenção. É possível valorizar em excesso os fundamentos desta polêmica, privilegiando seus elementos abstratos, em detrimento das decorrências concretas, aquelas que de fato justificariam as opções de política econômica. Enfim, tratar-se-ia de certo “*fundamentalismo pós-keynesiano*” (COSTA, 1994, p.142). Deve-se no entanto, esclarecer que este tipo de caminho já foi trilhado pelos horizontalistas. Sem dúvida é no livro de Moore, *Horizontalists and Verticalistas: the macroeconomics of credit money*, que se faz a melhor apresentação destas concepções. A questão enfocada no livro não se

³ Obviamente há uma outra vertente desta discussão mais voltada para seus aspectos e conseqüências técnicas, como, por exemplo, a relação entre empréstimos, depósitos e reservas bancárias ou então o papel das reservas concedidas via janela de redesconto e sua capacidade de substituir as obtidas por meio de operações de mercado aberto (PALLEY, 1987-88, 1991; POLLIN, 1991, MOORE, 1988b, 1991). Pode-se ainda encontrar na literatura discussões acerca da relação entre endogenia monetária e o papel dos bancos comerciais (HEISE, 1992; WRAY, 1992a; DYMSKI, 1992) ou da relação entre endogenia e políticas de estabilização (ISAAC, 1991; WRAY, 1993a), assim como o estudo de casos para alguns países específicos (GEDEON, 1985-86; MARSELLI, 1993), o desenvolvimento de modelos mais formais de intermediação bancária com base em diferentes pressuposições acerca da endogeneidade da moeda (MOORE, 1989a; GOLDSCHLAGER e BAXTER, 1994) e, por fim, tentativas de relacionar tais pressuposições a um modelo de ciclo econômico que seria “gerado endogenamente” (JARSULIC, 1989).

resume, nem de longe, à constatação que a ampla aceitação dos depósitos bancários como meios de pagamento e a estreita dependência de sua expansão em relação ao crescimento do crédito, inviabilizam qualquer abordagem que sustente a possibilidade de controle totalmente exógeno da quantidade de moeda bancária, nem tampouco à conclusão que este processo de expansão seja exclusivamente determinado pela demanda por crédito e por moeda bancária. A partir destas constatações, que em menor ou maior grau refletem aspectos da institucionalidade financeira contemporânea, Moore deriva um conjunto de formulações teóricas distintas da proposta de teoria monetária de produção. O fato, portanto, é que o debate já está colocado no plano dos fundamentos teóricos; não há sentido em se furtar do mesmo.

Por outro lado, é possível argumentar que, sendo todos anti-quantitativistas, por que privilegiar divergências internas quando a tônica deveria ser colocada no questionamento da ortodoxia e de sua defesa da TQM? A opção pela polêmica intra-pós-keynesiana revelaria certo “sectarismo” (COSTA, 1994, p.146). Mas o próprio título do livro de Moore é sugestivo no que se refere à forma como este debate vem sendo encarado: a alternativa de fato ao monetarismo e sua visão “verticalista” da oferta de moeda seria a plena endogenia monetária. Contrapor-se à TQM se resumiria à defesa da total inversão da causalidade que lhe é geralmente atribuída. Já no caso da teoria monetária da produção, o relevante na análise da TQM encontra-se na natureza e no grau de interação entre a renda Y e o estoque de moeda M . Ao atribuir-lhe um papel específico na circulação financeira, na qual ela mesma se constitui em um ativo, Keynes estabeleceu outro tipo de interação entre a moeda e a renda, negando qualquer significado maior à

relação entre as duas variáveis, isto é ao quociente Y/M . Por isso ele atribui alguma significância somente à velocidade-renda definida em termos mais restritos (Y/M_1), àquela associada à parcela do estoque de moeda voltado para a circulação industrial.

Neste caso, não se trata de negar relevância aos inúmeros e ricos *insights* que as obras de Kaldor e Moore fornecem como contraposição ao monetarismo, nem tampouco de desconhecer os diversos pontos de convergência e as conclusões comuns às diferentes abordagens acerca da endogenia monetária. A questão é que a forma como o horizontalismo se contrapôs à idéia friedmaniana que a “moeda importa” - mas não importa tanto, já que no longo prazo ela de fato só determina o nível de preços (FRIEDMAN, 1968, 1978) - traz consigo o sério risco de negar validade àquilo que constitui o cerne da “revolução” keynesiana: a noção de *moeda como um ativo*, na qual Keynes parece ter visto a sua definitiva ruptura com a ortodoxia. Este é o aspecto paradoxal da crítica horizontalista: a forma como nega o monetarismo é simultaneamente uma contraposição ao núcleo da ruptura de Keynes com a ortodoxia. Justamente por isso os horizontalistas vêem nos atributos que conferem à moeda o papel do ativo líquido típico em uma economia empresarial e, principalmente, na concepção correlata de preferência pela liquidez, resquícios de ortodoxia no pensamento de Keynes.

Parece ficar clara a necessidade de colocar o debate em outros termos. Com este intuito, a tese foi organizada da seguinte forma: no Capítulo II, “A Teoria Monetária da Produção”, procura-se traçar a trajetória de evolução do pensamento de Keynes do *Treatise on Money* até os escritos pós-*Teoria Geral*,

assim como delimitar aquelas concepções que conformariam o núcleo desta evolução; o Capítulo III, “A Preferência pela Liquidez, A Taxa de Juros e o Horizontalismo”, tem como intuito contrastar as formulações de Keynes e as proposições horizontalistas no campo de discussão que os autores destas últimas aparentemente privilegiam, a saber o campo das relações monetário-financeiras; mas é principalmente no Capítulo IV, “Poupança, Investimento e Moeda Endógena”, que a lógica subjacente, frequentemente não explicitada, do modelo horizontalista vem à tona; por fim, o Capítulo V, “A Moeda”, concentra-se na discussão do conceito de moeda em Keynes, procurando analisar em que medida “as propriedades essenciais da moeda” são uma pré-condição de sua liquidez ou então resquícios de uma visão monetária baseada na moeda-mercadoria, como sugere Moore.

Do ponto de vista dos autores a serem analisados, esta tese centrará a discussão nos trabalhos de Moore e, secundariamente, nos de Kaldor e Rousseas, recorrendo como contraponto aos artigos e obras de Wray, Davidson, Minsky e, obviamente, àqueles do próprio Keynes. Mas dois outros autores que não participaram diretamente nesta polêmica devem ser mencionados. Hicks, que de uma perspectiva não necessariamente pós-keynesiana elaborou alguns dos mais interessantes trabalhos sobre moeda bancária, sobre a “*política bancária*” como variável exógena e ainda sobre economias do tipo *overdraft*, é uma referência indispensável para esse debate. V. Chick, com a sua análise da polêmica entre Keynes e Robertson, possivelmente a mais detalhada análise desta polêmica

publicada no passado recente, é também uma referência necessária; mesmo porque o conflito entre as teorias da preferência pela liquidez e dos fundos de empréstimo parece ser, ainda que 50 anos depois, o pano de fundo da formulação horizontalista da endogenia monetária.

CAPÍTULO II

A Teoria Monetária da Produção

II. A Teoria Monetária da Produção: o desenvolvimento de um conceito geral sobre a economia empresarial.

A concepção de teoria monetária da produção parece representar o cerne da evolução do pensamento de Keynes entre o *Treatise on Money* e a *Teoria Geral*. O intuito do autor com este conceito foi enfatizar as peculiaridades de um sistema econômico no qual “o curso dos eventos não pode ser predito, seja no longo ou no curto prazo, sem um conhecimento do comportamento da moeda entre o primeiro e último estado”, de forma a contrapor-lo ao que ele próprio denominou como uma “economia de intercâmbio real”, aquela caracterizada pelo emprego da moeda “meramente como um elo neutro das transações entre coisas e ativos reais” (KEYNES, 1973, p. 408-409).

Nesta trajetória de evolução, KEYNES (1985) completou rupturas com a ortodoxia, já presentes, em forma mais incipiente, no *Treatise*. A análise deste processo possibilitará uma melhor avaliação da amplitude do novo conceito e de sua aspiração de generalizar a teoria monetária, procurando torná-la uma “teoria da produção como um todo” (p. 4). Permitirá, simultaneamente, diferenciar as várias reformulações empreendidas ao longo desta trajetória, identificando

aquelas que reflitam o núcleo da evolução teórica de seu pensamento. É justamente esta a intenção deste Capítulo¹.

II.1. Demanda Efetiva e Expectativas.

O primeiro aspecto a ser abordado, aquele em geral mais destacado pelos analistas, é a reformulação do conceito de poupança e a elaboração do princípio da demanda efetiva. A definição de renda empregada no *Treatise on Money* inclui, como parcela atribuída aos empresários, os lucros normais sobre o equipamento de capital existente² e nesta exata medida condiciona o conceito de poupança aí encontrado. A diferença entre o investimento e a poupança capta,

¹ Nogueira da COSTA (1996) parece discordar desta ênfase no conceito de teoria monetária da produção. Chamando a atenção para o fato de Keynes não ter incluído na versão final da *Teoria Geral* os esboços nos quais formulou este conceito, ele sugere que o mesmo não merece o destaque que “a profissão de fé fundamentalista” lhe atribuiria (p. 17-18). Do nosso ponto de vista, no entanto, o relevante não é detectar a não-formalização do conceito na *Teoria Geral*, mas sim avaliar se esta obra foi ou não capaz de desenvolver a teoria monetária neste sentido, de resto preconizado pelo autor no próprio prefácio do livro, quando inclusive indica que este era seu objetivo já desde o *Treatise on Money*.

² Na verdade, KEYNES (1971b) denomina os lucros normais recebidos pelos empresários como remuneração normal, a ser incluída na renda agregada. Já os lucros, que aqui denominamos lucros extraordinários, representam as variações acima e abaixo desta referência de remuneração normal e “não são parte da renda da comunidade”. A remuneração normal dos empresários corresponde à receita que, “nas taxas ... predominantes de rendimentos, não os induziria, sob qualquer motivo, a ampliar ou decrescer sua escala de operações” (p. 111-112).

assim, as flutuações do lucro extraordinário em torno da remuneração normal³ e representa a força que governa as mudanças na atividade econômica.

Posteriormente KEYNES (1973) reformula tais conceitos: a renda é redefinida como a receita das vendas realizadas e ao seu lado é introduzida a noção de demanda efetiva, como uma expectativa de renda associada a certo nível prospectivo de investimento e consumo (p. 424-425). Com as novas definições, a determinação da renda e do emprego pelas decisões de gasto ganha toda nitidez e “a concepção de *poupança* não vai mais desempenhar o papel importante ... que desempenhou no *Treatise on Money*. Pois as mesmas idéias podem ser mais convenientemente tratadas por meio do inverso da poupança; isto é, [pelo] *consumo*” (p. 436).

De fato, a explicação das flutuações cíclicas, por exemplo de um *boom* econômico, anteriormente apresentada em termos de um crescimento auto-alimentado do excesso de investimento sobre a poupança (KEYNES, 1973, p. 354), é agora reelaborada em termos de expectativas crescentemente otimistas quanto à rentabilidade futura dos ativos de capital, indutoras das decisões de investir, mas sem necessidade de recorrer a uma referência de atividade econômica normal. Parece ser esse - o de um padrão de normalidade - o papel

³ “... [O] valor do investimento corrente ... será igual ao agregado de poupanças e lucros”, (KEYNES, 1971b, p. 114).

desempenhado pela poupança no *Treatise on Money*, em uma variante de Keynes para a taxa natural de Wicksell⁴.

De todo modo, “as mesmas idéias” puderam ser expressas através destas duas concepções distintas de renda e poupança. Isto porque, embora tencionando fazer uma ponte entre suas concepções e as de Wicksell e se movimentando dentro de uma perspectiva de flutuações em torno de um equilíbrio de longo prazo, o conceito de poupança apresentado por Keynes no *Treatise* é muito mais enfatizado como um “ato negativo de evitar o gasto ... em consumo” (KEYNES, 1971b, p.155), do que em sua dimensão valorizada pela ortodoxia, ou seja, como fonte de recursos para financiar o investimento, a qual estabeleceria o teto dos meios de financiamento disponíveis. É, por assim dizer, a poupança como uma *proxy* inversa do consumo corrente que acaba predominando na sua análise das flutuações econômicas.

Enfatiza-se, em primeiro lugar, que o ato de poupar cria direitos sobre a riqueza acumulada, mas não contribui para a geração de nova riqueza: “o aumento da poupança não elevou em nada a riqueza agregada da comunidade; ele simplesmente provocou uma transferência de riqueza dos bolsos dos empresários para os bolsos do público em geral” (KEYNES, 1971b, p. 159). Em segundo lugar, “o aumento ou decréscimo de capital depende da quantidade de investimento, não da quantidade de poupança” (p.156).

⁴ “[E]sta condição de equilíbrio resulta na mesma coisa enquanto (1) igualdade da poupança e do valor de investimento e [enquanto] (2) igualdade da ‘taxa de mercado’ e da ‘taxa natural’ de juros” (KEYNES, 1971b, p. 142).

E em vários trechos posteriores ao *Treatise*, mas ainda elaborados sob a égide da terminologia lá apresentada, KEYNES (1973) reforça tais conclusões. Ao analisar sugestões quanto à redução de salários, ele afirma: “o efeito de uma redução dos salários dependeria do efeito adverso sobre a poupança (e por efeito adverso eu entendo um aumento da poupança) ser maior ou menor do que o aumento na quantidade de investimento que poderia ocorrer caso os empregadores interpretem-no, tanto faz se correta ou erroneamente, como algo a seu favor” (p.370). Ao se referir à depressão mundial, conclui: “[e]u a imputo totalmente ao colapso do investimento no mundo ... um declínio não totalmente compensado ... pela redução da poupança e pelos déficits governamentais” (p.358). Parece, portanto, razoável concluir que a evolução de KEYNES (1973) neste aspecto, do *Treatise à Teoria Geral*, representa antes uma continuidade do que uma ruptura, como ele mesmo sugere: “[a]ssim o novo argumento, embora ... tenha se tornado mais exato e instrutivo, não é mais que um desenvolvimento do antigo” (p.437).

Nesta evolução de suas concepções, um aspecto, em especial, merece destaque: aquele vinculado à ênfase que a questão da incerteza e da formação de expectativas recebe na *Teoria Geral*. Além de representar um desvencilhar definitivo de certos compromissos com a ortodoxia, aparentemente justificadores

da terminologia empregada no *Treatise*⁵, KEYNES (1973) conseguiu com as novas definições de renda e demanda efetiva distinguir “claramente entre resultados esperados e realizados” (p.437), não nitidamente diferenciados naquela obra. E embora se refira no *Treatise*, até com certa freqüência, à expectativa de lucro como elemento de influência sobre o comportamento empresarial⁶, isto soa algo inócua em um contexto no qual é o agrupamento (I-S) o determinante da dinâmica econômica e a poupança, como padrão de referência incluindo rendimentos normais do investimento, o foco para onde o sistema deve ser conduzido⁷. Ao elaborar o conceito de demanda efetiva como uma expectativa de renda que baliza as decisões de investir dos empresários, Keynes se distancia desta perspectiva de equilíbrio de longo prazo como ponto de convergência desejado para o sistema e coloca no centro de sua análise a questão da incerteza e da formação de expectativas quanto à rentabilidade futura

⁵ O trecho a seguir parece validar tal hipótese: “[n]ossa conclusão atual é, em primeiro lugar, que lucros (ou perdas) são um efeito do resto da situação, não a sua causa. Por esta razão seria anômalo adicionar os lucros à (ou subtrair as perdas da) renda; já que, neste caso, a poupança nunca iria cair, por maior que fosse o gasto do público em consumo corrente e igualmente a poupança nunca seria aumentada por um gasto reduzido em consumo; contanto que os empresários simplesmente continuassem a produzir o mesmo nível de bens de investimento que antes” (KEYNES, 1971b, p.126). A conclusão de Keynes que, ao adicionar os lucros à renda e, portanto, ao igualar o investimento e a poupança, a submissão desta última ao investimento seria total, parece tê-lo feito recuar, favorecendo uma terminologia que dava mais relevância à poupança e admitia, em algum grau, a possibilidade de efeitos diversos da taxa de juros sobre esta variável e sobre o investimento.

⁶ “... [É] obviamente o lucro ou perda antecipada sobre novos negócios, ao invés dos lucro ou perda vigente sobre os negócios recém concluídos, que os influencia [empresários] na decisão da escala na qual produzir ...” (KEYNES, 1971b, p.143).

⁷ “... [O] pior de todos os sistemas concebíveis (à parte os abusos de uma moeda fiduciária que perdeu todas as suas âncoras) é um no qual o sistema bancário falhe em corrigir [as] divergências periódicas... entre poupança e investimento ...” (KEYNES, 1971b, p.153).

dos ativos. Longe de qualquer tendência pré-estabelecida⁸, ainda que acompanhada de flutuações em seu entorno, o desempenho da economia, nesta nova concepção de Keynes, reflete as decisões de gasto dos agentes, adotadas com base em suas expectativas sobre o futuro. Assim, o futuro torna-se, definitivamente, a resultante da ação dos agentes na busca de realizar suas projeções sobre ele. Paradoxalmente, no entanto, existem autores que vêem no *Treatise on Money* a obra dinâmica, *par excellence*, de Keynes.

II.2. Taxa de Juros, Taxa Natural e o Sistema Bancário

A igualdade entre poupança e investimento e a determinação da primeira pelo último significaram o distanciamento definitivo de Keynes da teoria ortodoxa da taxa de juros como elemento de ajuste entre aqueles dois fatores. De fato, “a taxa de juros opera sobre a quantidade de poupança na mesma direção em que [opera] sobre a quantidade de investimento” e, portanto, “a independência das duas coisas, necessária para permitir que os juros sejam um fator de equilíbrio, não existe” mais (KEYNES, 1973, p.551). “[O] resultado ... foi deixar a taxa de juros [solta] no ar” (KEYNES, 1987, p.212), obrigando-o a procurar outros elementos para justificá-la em seu modelo.

⁸ Mesmo que se interprete tal tendência não na forma restrita dos gravitacionistas, que advogam a existência de focos objetivos para onde o sistema converge, mas na forma aparentemente sugerida por Keynes no *Treatise*, como uma tendência desejada e possível de ser concretizada pela ação do sistema bancário - uma concepção, sem dúvida, muito mais comportamental e normativa do que ditada por causas objetivas -, mesmo neste caso, tal concepção desaparece na *Teoria Geral*.

Deve-se, no entanto, observar que já no *Treatise* KEYNES (1971b) apresenta uma discussão sobre o papel da taxa de juros muito mais rica e complexa do que aquela que a ortodoxia normalmente admite. O conceito wickselliano de taxa natural de juros - a “taxa que é ‘neutra’ em seus efeitos sobre os preços dos bens” (p.176) - é redefinido nos termos do *Treatise* como aquela na “qual a poupança e o valor do investimento estão em equilíbrio” (p. 177). KEYNES (1971b) atribui a Wicksell a primazia de conceber a influência da taxa de juros sobre o nível de preços através de seus efeitos sobre a taxa de investimento e apresenta a sua versão de tal processo através da interação poupança - investimento. Ajustes de quantidade tornam-se parte de um ajuste maior, envolvendo preços e remuneração dos fatores de produção, rumo a um novo ponto de equilíbrio: “elevar a taxa bancária desencoraja o investimento relativamente à poupança e, portanto, reduz preços, o que, ao reduzir as receitas dos empresários abaixo do normal, leva-os a diminuírem a oferta de emprego em geral; e isto, cedo ou tarde, reduz as taxas de rendimento [remuneração dos fatores de produção] na mesma proporção em que os preços caíram; neste ponto uma nova posição de equilíbrio pode ser estabelecida” (p.171).

Na realização deste equilíbrio o papel central é desempenhado pelo sistema bancário, entendido como um “agente livre... [que] pode ... controlar o resultado final” (KEYNES, 1971b, p.164-165). Na medida em que estabelece “a escala e os termos” nos quais se dispõe a conceder empréstimos, “o sistema bancário

está em uma posição, sob um regime de moeda representativa⁹, de determinar ... a taxa de investimento” (p. 130); portanto, de viabilizar o equilíbrio entre poupança e investimento. Desta forma pode-se concluir que ele é, por assim dizer, o portador desta possibilidade de equilíbrio.

Um equilíbrio que, de todo modo, não representa uma tendência inexorável; primeiro porque, de modo similar ao processo cumulativo, inflacionário ou deflacionário, sugerido por Wicksell, se a taxa de mercado é mantida abaixo ou acima da taxa natural, perpetua-se um desequilíbrio entre poupança e investimento, realimentando-se continuamente os processos de ajuste já mencionados. E tais processos cumulativos de ajuste incluem não só alterações de preços, mas também envolvem variações eventualmente persistentes de quantidades: “pode-se esperar que um estado de desemprego ocorra e persista até que o aumento na taxa bancária seja revertido ou, por acaso, algo aconteça que altere a taxa natural de juros de forma a trazê-la de volta à igualdade com a nova taxa de mercado” (KEYNES, 1971b, p.184). Keynes constata assim a “tendência geral ao desequilíbrio entre poupança e investimento” (p.145), só contornável através da intervenção do sistema bancário; ele expressa deste modo, de forma antecipada, sua descrença em

⁹ Moeda representativa é um conceito criado por Keynes para se referir a duas das “três formas da moeda” estatal. Além de moeda-mercadoria, a moeda pode ser “fiduciária” - aquela que é “criada e emitida pelo Estado, mas não é conversível por lei em qualquer outra coisa a não ser ela mesma, e que não tem valor fixado em termos de um padrão objetivo” - e também pode ser “moeda administrada” - aquela para a qual o Estado gerencia “as condições de sua emissão de tal forma que, por sua conversibilidade ou por outro meio, ela deve ter um valor determinado em termos de um padrão objetivo”. Estas duas últimas seriam as formas concretas da moeda representativa (KEYNES, 1971b, p.6-7).

“forças `automáticas’ [que], na ausência de administração deliberada, [tendam] a trazer não só o equilíbrio entre poupança e investimento, mas também um nível ótimo de produção” (KEYNES, 1973, p.395). Tal interpretação deixa clara a distância de Keynes, já no *Treatise*, das concepções mais ortodoxas de equilíbrio; sejam aquelas da vertente walrasiana, mais radicalmente assumidas pelo monetarismo e que vêem no equilíbrio geral um padrão de comportamento do sistema, inalterado pelas flutuações e perturbações de origem monetária e mesmo pela ação dos agentes, sejam as visões gravitacionistas, tão caras aos neo-ricardianos.

Mas a concepção de Keynes adquire ainda alguns contornos de maior complexidade quando se observa que em seu caso a taxa natural de juros não tem um conteúdo tão objetivo como aquele normalmente atribuído à sua correspondente em Wicksell, em geral associada à produtividade marginal do capital. A definição que KEYNES (1971b) fornece para a taxa natural é pouco precisa e *ad hoc*: “é a taxa na qual poupança e o valor do investimento são exatamente equilibrados” (p.139)¹⁰. Isso lhe permite admitir variações da taxa natural - “durante períodos curtos a taxa natural pode às vezes flutuar em um grau extremo” (p.143) - não apreensíveis na versão wickselliana tradicional e, inclusive, admitir interações entre a taxa de juros de mercado - “aquela que realmente prevalece” - e a taxa natural: “uma mudança na taxa bancária pode

¹⁰ KEYNES (1971b) afirma que para Wicksell a taxa natural é aquela que seria obtida “se em uma economia não-monetária todo empréstimo for feito na forma de materiais reais” (p.176). Já a versão mais subjetiva sugerida pelo próprio Keynes parece possibilitar interpretações recentes que entendem a taxa natural como uma taxa de juros convencional, fundada em expectativas de longo prazo (vide ROGERS, 1989), embora essa não seja a interpretação aqui proposta.

por si mesma alterar a taxa natural na direção oposta àquela na qual a taxa bancária mudou, através da alteração nas expectativas quanto ao futuro curso dos preços” (p.189). Tais alterações das expectativas conduzem a mudanças no preço de demanda dos bens de capital, o qual depende tanto da renda líquida estimada que sua posse origina, como da taxa de juros pela qual estes rendimentos são atualizados (p.180).

Se analisarmos estas concepções sob a ótica da *Teoria Geral*, na qual, como o próprio autor sugere, a distinção entre expectativas e resultados é mais nítida, pode-se interpretar a taxa natural proposta por Keynes como uma taxa de juros que, aplicada aos rendimentos prospectivos dos bens de capital, iguala o seu valor presente, assim obtido, ao seu preço de oferta. Como uma “queda na taxa de juros [a taxa de mercado] estimula a produção de bens de capital não porque ela decresça seu custo de produção, mas porque ela aumenta seu preço de demanda” (KEYNES, 1971b, p.189) - ou seja, porque ela aumenta os rendimentos atualizados dos bens de capital *vis-à-vis* seu preço de oferta -, o que esta queda da taxa de juros induz é um movimento na direção oposta da taxa natural, interpretada na forma anterior, caso ela altere as “expectativas quanto ao futuro curso dos preços”. Mas, guardadas as diferenças de contexto, o que é tal taxa natural senão algo similar à Eficiência Marginal do Capital (EMC), segundo a definição de Keynes apresentada na *Teoria Geral*?¹¹

¹¹ Como se sabe, a EMC expressa essencialmente a expectativa de rendimentos futuros dos bens de capital.: “[o] que ela [a EMC] inclui ... é, naturalmente, não o lucro real, mas o lucro esperado” (KEYNES, 1987, p. 13). A “eficiência física”, expressa pela ortodoxia através do conceito de produtividade marginal do capital, somente pode afetar a EMC à medida que altere a expectativa de tais rendimentos.

II.3. A Circulação da Riqueza e a Produção de Bens

A visão de Keynes sobre a taxa natural acaba por dar ainda maior relevância ao papel desempenhado pelo sistema bancário. De fato, vincular a taxa natural à expectativa de rentabilidade dos ativos de capital implica a admissão de variações em seu valor de certa forma independentemente de sua indução deliberada por outros elementos do sistema, e reforça o papel do setor bancário como o agente que pode compensar estas variações. Keynes procura associar tais alterações de expectativas às formas, escolhidas pelos agentes, de manutenção de sua riqueza no tempo. A decisão de não-consumir, de poupar, envolve a escolha entre possuir “depósitos bancários” ou “títulos”, uma escolha dependente das expectativas de retorno futuro, que é afetado pela taxa de juros sobre os depósitos e pelo preço dos títulos.

Ele apresenta então uma taxonomia dos agentes em função de sua preferência por esta ou aquela forma de manutenção da riqueza: um ‘baixista’ é “aquele que prefere no momento evitar títulos” e opta por “reter direitos líquidos sobre moeda”, enquanto um ‘altista’ é “alguém que prefere reter títulos ... - o primeiro antecipa que os títulos cairão em valor monetário e os últimos que eles irão subir” (KEYNES, 1971b, p. 224). A escolha entre possuir moeda (ou outro equivalente líquido da mesma) ou títulos não está associada somente “ao incremento corrente da riqueza..., mas também a todo bloco de ... capital existente” (p.127). Sendo assim, Keynes sugere uma distinção entre a circulação industrial, vinculada ao processo de produção, distribuição e intercâmbio de bens e serviços, às atividades correntes ou ainda ao incremento corrente à

riqueza, e a circulação financeira, associada à posse e intercâmbio de direitos à riqueza acumulada. Com base nesta diferenciação entre a circulação dos ativos em geral e a circulação de bens e serviços, ele procura delimitar a circulação monetária vinculada à cada uma delas.

No que concerne à atividade financeira considera-se que ela “não só é altamente variável, como não tem qualquer conexão próxima com o volume de produto, seja bens de capital ou bens de consumo” (KEYNES, 1971b, p. 222), rompendo-se desta forma a ligação direta entre a circulação monetária - incluída nesta, obviamente, a parte associada à circulação financeira - e a renda agregada, característica da TQM. Para corroborar isso Keynes acrescenta que “nas comunidades modernas... o *turnover* do capital fixo atualmente produzido é uma proporção muito pequena do *turnover* total de títulos” e que “[e]m curtos períodos o preço dos títulos existentes não depende... proximamente nem dos custos de produção, nem dos preços do novo capital fixo” (p.222)¹².

Embora enfatize a inexistência de uma conexão próxima entre estas esferas de circulação, KEYNES (1971b) sugere duas fontes de interferência da circulação financeira sobre a industrial: i) mudanças na esfera financeira podem provocar alterações na quantidade de moeda disponível para a circulação industrial; e, mais importante, ii) mudanças nos preços dos títulos “provavelmente estimularão - em geral, mas não necessariamente” - mudanças

¹² Deve-se observar que Keynes emprega o termo “títulos” (*securities*) como representação praticamente direta do estoque de capital ou então dos direitos sobre essa riqueza acumulada (vide nota 22 a seguir)

no “nível de preços do *novo* investimento” (p.226)¹³. Especialmente vinculado a este último aspecto fica nítido que Keynes sugere a existência de uma avaliação mais geral da riqueza, na esfera da circulação financeira, e que esta avaliação pode contaminar o preço da nova riqueza que está sendo gerada, influenciando por esta via na circulação industrial. É justamente aí, no papel de compensar mudanças indesejadas na avaliação da riqueza, que o sistema bancário ganha destaque: ao alterar a escala e os termos dos empréstimos, provocando mudanças no “complexo de taxas de juros de mercado”, o sistema bancário pode compensar, na medida devida, variações no *bearishness* ou *bullishness* do público e assim evitar o desequilíbrio entre I e S.¹⁴

Esta discussão revela com nitidez a riqueza e complexidade das posições de Keynes quanto à taxa de juros, às relações financeiras e a suas interações com a circulação industrial, posições todas muito distantes do entendimento

¹³ Na avaliação deste trecho deve-se ter em mente a observação do próprio Keynes de não ter distinguido claramente entre resultados e expectativas. Isto permite interpretar o “preço do *novo* investimento” como preço de demanda, aquele que em contraste com o preço de oferta induz o investimento futuro. Na elaboração de suas equações fundamentais, KEYNES (1971b) contrapõe no cálculo do lucro geral, o valor do novo investimento e a poupança, e no cálculo do lucro do setor de bens de investimento, o valor do novo investimento e o seu custo (incluído aqui a remuneração normal). São tais lucros extraordinários que induzem mudanças (p. 122-124).

¹⁴ “O nível de preços dos investimentos como um todo, e portanto dos novos investimentos, é aquele no qual o desejo do público em reter depósitos de poupança é igual à quantidade de depósitos de poupança que o sistema bancário está desejoso e é capaz de criar” (KEYNES, 1971b, p. 129); “uma mudança na disposição do público para títulos que não depósitos de poupança, não compensada pela ação por parte do sistema bancário, irá ser um fator dos mais potentes afetando a taxa de investimento relativamente à poupança e, portanto, uma causa de perturbação do poder de compra do dinheiro” (p. 130).

tradicional, que restringe a taxa de juros a um elemento de ajuste entre recursos disponíveis para o financiamento (poupança) e a demanda pelos mesmos (investimento). No entanto, deve-se observar que o pano de fundo de seu modelo continua sendo um equilíbrio de longo prazo entre investimento e poupança, ajustados pela taxa de juros. Esta referência específica de equilíbrio, embora algo difusa - já que muito mais normativa que consequência de alguma tendência objetiva -, impede que as sementes da revolução keynesiana, em grande parte já lançadas no *Treatise*, se desenvolvam. A formalização do conceito de teoria monetária da produção e a transição para a *Teoria Geral* tiveram como elemento crucial o abandono desta referência. De fato, o que se pretende afirmar é que nos marcos desta referência de equilíbrio de longo prazo, Keynes conseguiu levar ao limite suas novas concepções apresentadas no *Treatise*. Dar-lhes maior coerência e exatidão, transformá-las num conjunto mais orgânico de idéias e possibilitar seu futuro desenvolvimento exigiam o abandono desta camisa de força. Este, que parece ser a essência do movimento de Keynes entre as suas principais obras, teve decorrências para vários aspectos de sua teoria

II.4. A Poupança como Resíduo e a Avaliação da Riqueza

A mais evidente decorrência é o papel totalmente subordinado, “de um simples resíduo” (KEYNES, 1985, p. 53), que o conceito de poupança passou a desempenhar. Primeiro porque mesmo na sua ‘dimensão positiva’ - “poupança e investimento são a *mesma* coisa” (KEYNES, 1973, p. 551) - o determinante é a

decisão de investir. Por outro lado, quando entendido como um “ato negativo”, de abstenção do consumo, o relevante neste caso é a decisão de consumir, em contraposição a qual o próprio conceito de poupar é definido. E mesmo enquanto fonte de recursos para financiar o investimento, sua importância não mais existe, já que “um aumento no investimento irá, por assim dizer, ‘financiar a si mesmo’” (KEYNES, 1973, p. 407). Deste modo desaparece a referência de normalidade para o sistema, a poupança incluindo a remuneração normal dos empresários, e com ela o critério de equilíbrio de longo prazo. A demanda efetiva torna-se a força motriz de expansão da renda, estabelecendo-se uma distinção com maior nitidez entre decisões movidas por expectativas e os resultados correntes, embaralhados nas equações fundamentais do *Treatise*: a única importância dos resultados passa então a residir “em sua influência sobre as decisões subseqüentes” (KEYNES, 1973, p.433).

Mas parece ter sido no âmbito da interação entre as esferas de circulação financeira e industrial e, associadas a esta, nas questões da taxa de juros, que os desenvolvimentos teóricos mais importantes se fizeram sentir. A começar pela relação entre taxa de juros e taxa natural. Keynes inverte o sentido da relação entre as duas. No *Treatise*, embora admita-se a interferência da taxa de juros sobre a taxa natural e até um desequilíbrio permanente entre as duas, a função do sistema bancário era justamente adequar a taxa de juros à taxa natural. Na *Teoria Geral*, por outro lado, é o complexo de taxa de juros de mercado que estabelece o piso para a rentabilidade dos ativos em geral, para sua eficiência

marginal¹⁵. Deve-se, no entanto, observar que além da mera, embora importantíssima, inversão, este movimento do pensamento de Keynes significou, de fato, a submissão definitiva da circulação industrial à lógica financeira de gestão da riqueza, à circulação dos ativos. Mesmo que se constate que grande parte da discussão sobre circulação industrial e financeira não seja, nem de longe, reproduzida na *Teoria Geral*¹⁶ e que se possa, em alguma medida, aceitar como explicação para este fato a intenção de Keynes de deixar os detalhes monetários para segundo plano, pretende-se aqui frisar que, ainda assim, o *approach* mais abstrato aí empregado dá outra qualidade à interação entre as duas esferas da circulação monetária.

De fato, a ênfase de Keynes no *Treatise* está na diferenciação entre estas duas esferas de circulação, na análise de suas particularidades e na localização dos canais de comunicação entre as mesmas. Predomina, assim, certa intenção de dicotomizá-las e uma expectativa bem mais otimista sobre a possibilidade de controlar a instabilidade derivada de sua interrelação. Já na *Teoria Geral* sua perspectiva é outra: ele procura por elementos unificadores destas esferas da circulação e, com este objetivo, substitui a polaridade moeda-títulos, característica da circulação financeira no *Treatise*, por uma teoria geral, embora incipiente, da escolha de ativos. Esta parece ser a intenção do capítulo 17, As

¹⁵ “[A] taxa efetiva de investimento corrente tende a aumentar até o ponto em que não haja mais nenhuma classe de bem de capital cuja eficiência marginal exceda a taxa de juros corrente”(KEYNES, 1985, p. 102).

¹⁶ “Na *Teoria Geral*, infelizmente, Keynes coloca em segundo plano [*played down*] esta dicotomia entre as circulações industrial e financeira, a favor de um *approach* mais abstrato, no qual um ‘público’ indiferenciado demanda moeda por vários ‘motivos’”, (CARVALHO, 1992, p. 104).

Propriedades Essenciais dos Juros e da Moeda. Aqui Keynes decompõe o rendimento de um ativo em sua rentabilidade prospectiva (q), seu prêmio de liquidez (l) e seus custos de retenção (c), aos quais agrega a mudança esperada no seu valor em relação ao padrão monetário (a), e assim deriva a sua taxa de juros em termos monetários como $(q+l-c+a)$. Deste modo ele reduz o conjunto de ativos possíveis a um denominador comum, expresso pela taxa própria de juros respectiva, que representa a “retribuição total”, em termos monetários, derivada da posse e utilização de determinado ativo.

Por outro lado, as decisões referentes à propriedade de riqueza, associadas no *Treatise* ao ato de poupar¹⁷, são na *Teoria Geral* relacionadas à aplicação de recursos em ativos com características diversas. Keynes reafirma assim não só o caráter subordinado da poupança, determinada, a nível agregado, pelas decisões de investimento, como opta por negar relevância a este conceito mesmo a nível individual: a questão, também neste caso, não deve ser mais colocada em termos da dicotomia tradicional - poupar ou consumir -, já que a decisão econômica relevante se refere às diferentes formas de conservar a riqueza no tempo. De um lado, o investimento em ativos de capital, que pode se caracterizar por uma expectativa de rentabilidade elevada, no entanto envolve uma imobilização de recursos por longo prazo. Sua rentabilidade existe, no presente, somente enquanto uma expectativa de fluxos de renda futuro, derivados de sua posse e

¹⁷ “Quando alguém está decidindo que proporção de sua renda monetária poupar, ele está escolhendo entre consumo presente e a propriedade de riqueza... Mas à medida que ele decida por poupar, permanece ainda uma decisão adicional a ser tomada. Pois, ele pode possuir riqueza através de sua retenção como moeda (ou um equivalente líquido da moeda) ou em outras formas de empréstimo ou capital real” (KEYNES, 1971b, p. 127).

utilização. No outro extremo, a moeda, que se caracteriza por possuir rentabilidade e custo de manutenção nulos ou muito baixos, mas possui o prêmio de liquidez máximo. Entre estes extremos existem ativos com diversos graus (esperados) de rentabilidade, custo de manutenção e liquidez. A diversificação dos recursos entre vários ativos, em si uma forma característica de gestão da riqueza sob condições de incerteza, é realizada tendo como objetivo a maximização *ex-ante* do rendimento esperado sobre o conjunto de ativos considerados; tal maximização exige a igualdade, na margem, das taxas próprias de juros destes ativos¹⁸. Deste modo, o conceito de taxa própria de juros deve ser entendido como o elemento capaz de unificar as diferentes formas específicas de manutenção e acumulação de capital, exprimindo uma mesma lógica geral de valorização da riqueza sob condições de incerteza.

II.5. A Gestão Financeira da Riqueza e a Instabilidade do Capitalismo

A diferenciação circulação financeira/circulação industrial é, em certa medida, substituída pelo *approach* generalizador da taxa própria de juros, que de fato conclui a trajetória, já iniciada por Keynes no *Treatise*, de subordinar o investimento - a propriedade de novos ativos de capital - à lógica de gestão financeira da riqueza: em suma, no mesmo movimento com que explicitou de

¹⁸ Comentando a questão da igualdade entre a EMC e a taxa de juros, KEYNES (1987) esclarece que “o que se tem em mente não é a igualdade numérica, mas uma paridade na qual as atrações das duas são indiferentes. Da mesma forma que a taxa de juros sobre diferentes classes de débitos não é estritamente igual” (p.13).

forma nítida o princípio da demanda efetiva, Keynes subordinou a sua operação às determinações da circulação dos ativos.

Não se deve deduzir desta opção de não privilegiar a diferenciação entre as esferas financeira e industrial, qualquer intenção de conceber o sistema de forma mais harmônica. Muito ao contrário, é exatamente na *Teoria Geral* que a instabilidade do capitalismo se torna patente. De certa forma, a origem da instabilidade é a mesma nos dois *approachs* e se revela na dualidade entre possuir riqueza em geral - aqui incluída a sua forma mais líquida, como a moeda - e possuí-la na forma que permite gerar nova riqueza. No *Treatise* esta dualidade se expressa na diferenciação das duas esferas de circulação. No entanto, ao enfatizar a inexistência de uma conexão estreita entre as mesmas, Keynes parecia considerar com maior otimismo as possibilidades de se evitar os desequilíbrios daí derivados. De fato, ele acreditava na possibilidade de a AM regular “os termos de empréstimos e a oferta total de moeda em tal nível de forma a liberar a quantidade ótima para a circulação industrial, após ter satisfeito a circulação financeira” (KEYNES, 1971b, p. 230) e, além disso, na sua capacidade de ajustar a taxa de juros de tal forma que seu “efeito sobre a taxa do *novo* investimento (relativamente à poupança) exatamente compens[asse] o efeito do sentimento altista” ou baixista predominante (p. 227).

Além da inexistência de uma conexão estreita entre as duas esferas de circulação, a divergência de opinião entre as duas “diferentes escolas do público” tornaria quase plena a possibilidade de realizar política monetária estabilizadora. No entanto, embora destacasse o papel que o sistema bancário

poderia desempenhar na compensação destas variações na distribuição do público entre “diferentes escolas”, Keynes nunca detalhou por que o sistema bancário teria tal interesse e mesmo agiria nesta direção!

De toda forma, sua desconfiança quanto à capacidade desta receita manter a estabilidade do sistema e melhorar a sua performance aumentou acentuadamente na *Teoria Geral*. A começar pelo fato de as “expectativas do futuro”, com “um papel preponderante na determinação da escala em que se julguem recomendáveis novos investimentos”, estarem fundadas sobre bases “muito precárias” e, portanto, “sujeitas a variações repentinas e violentas” (KEYNES, 1985, p. 218). Tal volatilidade das expectativas pode conduzir, particularmente em situações limites como o *day after* de um *boom* econômico, a um “colapso da eficiência marginal do capital ... tão completo que nenhuma redução possível da taxa de juros baste para o contrabalançar” (p. 219). Aqui se exaure por completo a eficácia da política monetária. Mas mesmo em situações menos dramáticas ele considera “improvável que a influência da política bancária sobre a taxa de juros seja suficiente por si mesma para determinar um volume de investimento ótimo” (p. 256). KEYNES (1985) observa, então, “que não se pode, com segurança, abandonar à iniciativa privada o cuidado de regular o volume corrente do investimento” (p. 221). É necessário planejá-lo, controlá-lo e chega mesmo a sugerir “uma socialização algo ampla dos investimentos” como

“único meio de assegurar uma situação aproximada de pleno emprego” (p. 256)¹⁹

O estreitamento dos laços entre a posse e circulação dos ativos e a produção de bens e serviços, juntamente com o destaque muito maior dado à questão da incerteza²⁰, reduziram significativamente a confiança de Keynes na política monetária e mesmo em um possível papel estabilizador do sistema bancário. Agrava este quadro a ênfase que a questão especulativa adquire na *Teoria Geral*. Não só na dimensão que a própria questão expectacional introduz: como todo rendimento é prospectivo, a opção por este ou aquele ativo sempre envolve certa dimensão especulativa, de aposta em algum quadro futuro que o agente considere mais provável. Mas principalmente no que se refere a atividades essencialmente especulativas, voltadas a tirar proveito de alterações favoráveis “nas bases convencionais de avaliação” e, assim, realizar ganhos de

¹⁹ Estes trechos justificam a contestação de Kregel à associação frequente do pensamento keynesiano com uma política sistemática de déficit público como expediente para alcançar o pleno emprego e o crescimento da renda. A sugestão fundamental de Keynes, segundo KREGEL (1985a), seria a elaboração de um orçamento de capital controlado pelo Estado, com o objetivo de regulamentar grande parte do total de investimento. Como um programa de longo prazo ele seria capaz de evitar grandes flutuações da atividade econômica e curar “seus desequilíbrios”.

²⁰ Estes dois aspectos estão, sem dúvida, relacionados: a gestão financeira da riqueza corresponde à racionalidade possível sob condições de incerteza, assim como contribui para acentuar esta característica própria do sistema econômico capitalista. Deste modo, parece possível argumentar que a percepção de Keynes sobre a importância da incerteza nos destinos do sistema tenha se aguçado, pelo menos em parte, porque na *Teoria Geral* ele assumiu plenamente aquela racionalidade.

capital; elas são associadas por Keynes especialmente ao mercado de capitais²¹. Ao contrário, portanto, do *Treatise*, onde o termo *securities* é empregado como representação praticamente direta do estoque de capital acumulado²², na *Teoria Geral* a quebra desta ligação estreita amplia o espaço para a atividade especulativa e assim para a sua influência na atividade produtiva, via possíveis impactos na demanda efetiva.

II.6. Preferência pela Liquidez: a elaboração de uma teoria geral da seleção de ativos sob incerteza

A interpretação anterior, dando ênfase às formulações do capítulo 17, merece algumas observações. Um dos aspectos que aparentemente tem sua

²¹ No que se refere ao primeiro aspecto Keynes já manifesta tal opinião antes da *Teoria Geral*: “[g]oste ou não, a técnica de produção sob regime de contrato em dinheiro força o mundo empresarial a assumir sempre uma grande posição especulativa; e, se se reluta em sustentar essa posição, o processo produtivo deve ser relaxado” (KEYNES, 1971a, p. 33; o mesmo trecho está em *Inflação e Deflação*, KEYNES, 1985, p. 300). Já com relação ao segundo, vide KEYNES (1985), p. 115-116.

²² Isto pode ser observado nos trechos a seguir, do *Treatise on Money* (KEYNES, 1971b): “[o]s empresários só podem ... [cobrir suas perdas] reduzindo seus próprios depósitos bancários ou vendendo alguns de seus outros ativos de capital. Os depósitos bancários assim liberados e as *securities* vendidas estão disponíveis para cobrir o, e são exatamente iguais ao, excesso de poupança corrente sobre o valor do novo investimento”, p. 131; “a produção corrente de capital fixo é pequena comparada com o estoque de riqueza existente, o qual no presente contexto nós chamaremos de volume de *securities*”, p. 222. Vale a pena observar que enquanto na *Teoria Geral* Keynes opta por uma ligação mais estreita entre as esferas financeira e produtiva, no que se refere à ligação entre *securities* e estoque de capital ele caminha no sentido exatamente contrário, de dissociá-los em grande medida. Isto muito em função de sua discussão sobre a formação dos mercados de capitais líquidos (vide a respeito KEYNES, 1985, p. 111-117).

significação estendida é a teoria da PPL. Keynes originalmente a apresenta como uma teoria alternativa e geral para a determinação da taxa de juros, necessária inclusive porque a identidade permanente entre poupança e investimento inviabiliza a teoria clássica dos juros. A taxa de juros é vista aqui como o fator que contrabalança a disponibilidade do ativo mais líquido e a demanda pelo mesmo. Entendida desta forma, fundamentalmente como uma relação funcional que determina a taxa de juros, a PPL é frequentemente, identificada à demanda por moeda. São três os motivos que justificam esta demanda: os motivos transação e precaução, dependentes principalmente do nível de renda e o motivo especulação, dependente de variações esperadas na taxa de juros²³. Não é de se estranhar, portanto, que este tipo de ênfase dado por Keynes na formulação da PPL tenha levado diversos autores a apreendê-la como uma modificação e aperfeiçoamento da função demanda por moeda, desconectando a concepção original de Keynes de outros aspectos de seu modelo.

Alternativamente, a preferência pela liquidez pode ser entendida como um padrão de comportamento dos agentes na gestão de recursos sob condições de incerteza. “Os incentivos psicológicos e empresariais para a liquidez” são uma consequência da incerteza característica dos fluxos de renda esperados pela

²³ Kahn critica esta subdivisão, sugerindo que o motivo precaução é “irmão gêmeo” do motivo especulação e estaria também associado ao nível e às variações esperadas da taxa de juros (vide CARVALHO, 1992, p. 106). Deve-se mesmo assim observar que a demanda precaucional tem um caráter mais passivo, preventivo, associado à possibilidade de reação a imprevistos. Já a demanda especulativa tem um caráter mais ativo, voltada a tirar proveito de oportunidades previstas de lucro; é, assim, potencialmente mais instabilizadora.

propriedade de um ativo qualquer²⁴. Sob tal contexto, há preferência por manter parte da riqueza sob a forma líquida, monetária, justamente porque a moeda representa a riqueza em forma abstrata, o meio mais geral e flexível de manter poder de compra no tempo e, assim, fazer frente a despesas imprevistas e aproveitar oportunidades lucrativas que sejam aguardadas para um futuro próximo.

Variações no estado de expectativa dos agentes quanto à rentabilidade dos ativos que possuem provocam mudanças na PPL e por esta via induzem alterações na composição dos *portfolios*. Expectativas otimistas quanto à rentabilidade dos ativos de capital reduzem a PPL e aumentam a disposição dos agentes de imobilizar recursos por longo prazo; já no caso oposto, os agentes tendem a preferir ativos mais líquidos. Desta forma, a PPL está associada com a avaliação da riqueza sob as suas variadas formas. O fato de KEYNES (1985) especificar a taxa própria de juros dos ativos de capital em função basicamente de seu rendimento líquido ($q - c$), considerando “seu prêmio de liquidez ... desprezível” (p. 159), não nos permite desconsiderar que aquele rendimento é prospectivo e que sua estimativa envolve, portanto, conjecturas quanto aos riscos de iliquidez na comercialização dos bens e serviços derivados de sua

²⁴ Adicione-se a isto a incerteza derivada da possibilidade de variação futura no valor dos ativos, que KEYNES (1985) associa mais estreitamente com o comportamento especulativo do agente “que somente na expectativa de um ganho de capital está disposto a adquirir um título” (p. 116). Embora o valor corrente (preço de oferta) e o retorno esperado de um ativo estejam, com frequência, inversamente relacionados, as motivações que conduzem à sua aquisição podem estar mais associadas a um ou outro aspecto, isoladamente; ou seja, associadas principalmente às variações esperadas no seu valor corrente no futuro ou a seu retorno prospectivo, estimado no presente.

operação. Obviamente que a estimativa da rentabilidade de ativos de capital, avaliada sob condições diversas como as de um *boom* econômico ou de uma conjuntura depressiva, expressará, entre outras coisas, a divergência quanto aos graus esperados de liquidez dos bens e serviços que produzem. Como observa Townshend, os ativos duráveis também “têm atributos monetários em graus variados”. Assim, “uma espécie de prêmio de liquidez se associa a eles também” (citado em KREGEL, 1989, p. 241)²⁵. Por estes motivos a interpretação aqui enfatizada do conceito de preferência pela liquidez, e já proposta por alguns pós-keinesianos, procura apreendê-la como parte integrante fundamental de “uma teoria dos preços dos ativos, ... uma teoria do valor, para todo o espectro de ativos” (WRAY, 1992a, p. 304)²⁶.

²⁵ O reconhecimento de tais “atributos monetários” não implica desconhecer que sua efetivação está condicionada não só por fatores macroeconômicos, mas também por condições microeconômicas específicas de cada mercado; em suma, não implica desconhecer que aqueles são “atributos” de um equivalente particular - na terminologia marxiana -, subordinados aos ditames do mercado para sua efetivação. Assim, ao contrário da “moeda” que só perde totalmente seus “atributos monetários” em condições de hiperinflação aberta, aqueles ativos têm essa espécie de prêmio de liquidez sujeito a “variações repentinas e violentas”.

²⁶ Vide ainda WRAY (1990b, 1992b), onde esta interpretação é extensamente discutida. KREGEL (1989) e MINSKY (1989) seguem o mesmo caminho de interpretação.

II.1.7. Taxa Própria de Juros: a unificação conceitual de ativos com características diversas

Deve-se, no entanto, observar que a ênfase de Keynes não vai sempre nesta direção. Por vezes ele faz questão de distinguir, de forma nítida, os âmbitos de atuação da PPL e da escala da eficiência marginal do capital, optando por um caminho que, à primeira vista, parece diverso daquele sugerido pelo capítulo 17. Por exemplo, ao comparar o novo conceito de PPL ao que, no *Treatise on Money*, denominou “o estado de baixa”, Keynes sugere: “[e]sse ‘baixismo’ não foi definido naquela obra como a relação funcional entre a taxa de juros (ou o preço das dívidas) e a quantidade de moeda, mas entre o preço dos ativos e débitos, tomados em conjunto, e a quantidade de moeda. Este conceito, entretanto, envolve certa confusão entre os resultados decorrentes da variação na taxa de juros e aqueles oriundos da variação na escala da eficiência marginal do capital - o que espero ter evitado aqui” (KEYNES, 1985, p. 125).

Nestes trechos parece predominar a sua intenção de distinguir claramente entre os efeitos da taxa de juros e os da EMC sobre a dinâmica do sistema; uma preocupação que está muito mais voltada a fundamentar de forma mais ou menos direta as terapias sugeridas para regular a instabilidade da economia, do que a estabelecer a devida mediação entre seu *approach* mais abstrato da taxa própria de juros e os impactos econômicos das várias opções de conservar a riqueza no tempo. De fato, no que se refere às sugestões de política econômica existem diferenças significativas entre o *Treatise* e a *Teoria Geral*. Como já se analisou anteriormente, no *Treatise* Keynes considera a regulação da taxa de juros pela

AM e pelo sistema bancário o elemento essencial na conservação do “equilíbrio” da economia. Na *Teoria Geral*, até pela ênfase na questão expectacional, um novo elemento ganha destaque: não basta regular a taxa de juros em um sentido favorável ao investimento; é necessário garantir que as expectativas que fundamentam tais decisões, as expectativas quanto à EM dos ativos de capital, se mantenham permanentemente otimistas, mesmo que para isso se tenha que exercer um controle mais direto sobre o investimento. No intuito de enfatizar a existência destes diferentes aspectos da política econômica parece residir a justificativa para aquela demarcação nitida de fronteiras entre os dois fenômenos. Acrescente-se a isto o interesse de Keynes em delimitar de forma clara as peculiaridades da moeda, para assim fundamentar a conclusão que sua “eficiência marginal ... é determinada por forças parcialmente atribuíveis a ela mesma e que os preços se movem até que a eficiência marginal dos outros ativos se ajustem à taxa de juros” (KEYNES, 1987, p.103).

Mas tais peculiaridades da moeda residem exatamente na predominância de seus atributos de liquidez em relação aos custos de manutenção, quando comparada a outros ativos. Ela representa a forma de conservar riqueza capaz de satisfazer de modo mais completo a demanda por liquidez em um sistema econômico que opera sob incerteza. Deste modo, a sua EM “é determinada por forças parcialmente atribuíveis a ela mesma” não porque represente um fenômeno isolado, com fronteiras totalmente delimitadas em relação à EM de outros ativos, mas porque a incerteza tem como sua principal consequência em termos do comportamento dos agentes, a demanda por ativos líquidos - enfim, porque esta característica geral do sistema econômico se reflete na demanda por

ativos específicos, cujos atributos lhe conferem liquidez. Este é o ponto: a incerteza quanto à trajetória futura da economia se expressa na EM prospectiva do conjunto de ativos, sejam eles bens de capital ou moeda, e é captada pelo grau de PPL.

Se é razoável admitir, sob condições de relativa estabilidade econômica, certa autonomia destes fenômenos - isto é, se é possível, sob aquelas condições macroeconômicas, considerar variações independentes na taxa de juros e na EMC, desprezando suas interações recíprocas -, o contrário se mostra totalmente verdadeiro nas situações limites da atividade econômica, tomando explícita a sua interdependência. É o caso da armadilha pela liquidez, da qual não há saída sem uma política voltada simultaneamente a manter baixa a taxa de juros e a elevar a EMC: a única possibilidade de reduzir uma PPL que “se torne virtualmente absoluta” (KEYNES, 1985, p. 146) impõe a intervenção da política econômica naquelas duas frentes. Portanto, a conclusão que o esforço por influenciar a taxa de juros e a EMC exige a combinação de políticas econômicas específicas, em função das peculiaridades de cada ativo, não tem como consequência necessária dicotomizar estes fenômenos; ao contrário, pode simplesmente indicar que ambas - taxa de juros e EMC - representam duas faces de um mesmo e único fenômeno: a gestão financeira da riqueza, tendo como base o conceito de taxa própria de juros de ativos com características distintas.

II.8. A Teoria Monetária da Produção e a Moeda como um Fator Real.

A opção inicial de Keynes, restringindo a teoria da PPL à determinação da taxa de juros, com receio que a opção contrária dificultasse a diferenciação nítida entre os efeitos de variações naquela taxa e de mudanças na EMC, não deve, assim, ser entendida como uma alternativa à abordagem mais abstrata desenvolvida posteriormente. De fato, diferentes trechos da *Teoria Geral* sugerindo uma relação estreita entre as variações no estado de PPL e as oscilações da EMC (por exemplo, vide p. 219), ou então enfatizando a similaridade entre as taxas de retorno dos diversos ativos²⁷, além do próprio Capítulo 17, sustentam este último *approach*. O mesmo se pode dizer de sua redefinição, posterior à *Teoria Geral*, dos Juros como uma medida da “eficiência marginal da moeda” (KEYNES, 1987, p.101), indicando a continuidade de sua opção por uma abordagem generalizadora da propriedade de riqueza.

Portanto, a alternativa de estender os comportamentos tipo *bull e bear* para o conjunto dos ativos, ampliando a versão do *Treatise*, restrita, de certa forma, à polaridade moeda-títulos, parece mais adequada à formulação de uma teoria monetária da produção e representa uma extensão legítima do novo conceito de PPL à formação de preços do conjunto dos ativos. Afinal, como o próprio

²⁷ “Sem dúvida, não existe uma linha definida entre estas [“as taxas de retorno ... dos investimentos”] e as chamadas taxas de juros 'puras', pois todas elas são a recompensa da aceitação de um risco ou incerteza de qualquer natureza” (KEYNES, 1985, p. 130-131).

KEYNES (1985) afirma, “não existe um padrão de ‘liquidez’ absoluto, mas simplesmente uma escala de liquidez - um prêmio variável que se tem de levar em conta, além do rendimento do uso e dos custos de manutenção, ao calcular o atrativo de conservar diversas formas de riqueza” (p. 167)²⁸.

Colocada nestes termos, nossa interpretação tem a intenção não só de reafirmar uma posição já compartilhada por vários pós-keynesianos acerca da centralidade do Capítulo 17 da *Teoria Geral* na evolução do pensamento monetário de Keynes²⁹, mas principalmente de destacar que as diversas

²⁸ Inclusive porque desenvolvimentos institucionais podem alterar a liquidez das “diversas formas de riqueza”. É o que KEYNES (1985) sugere ao comentar o mercado de capitais. Observa que as “tendências [especulativas] são uma consequência quase inevitável do êxito de se terem organizado os mercados de investimentos ‘líquidos’...”; no entanto, “... se a liquidez do mercado financeiro às vezes dificulta um novo investimento, em compensação facilita-o com mais frequência” (p. 116). Desenvolvimento análogo, ao menos no que concerne às alterações na liquidez de diversos ativos, vem ocorrendo através do processo de inovações financeiras. Para uma discussão acerca deste processo e de seu impacto em termos da fragilização da estrutura financeira e das restrições à ação da política econômica, vide CARTER (1989, 1991-92) e ARETIS e HOWELLS (1992).

²⁹ De toda forma tal interpretação tem também vários adversários. Há, por exemplo, quem considere a “abordagem [supostamente] de longo prazo do capítulo 17” incompatível com o “método de curto prazo” adotado nos “capítulos 1-15” da *Teoria Geral*, assinalado que este último seria o único capaz de admitir “uma influência positiva da incerteza sobre o comportamento dos agentes” (POSTETIO, 1995, p. 7-10). Desconsidera-se que naquele capítulo trata-se, sem qualquer dúvida, do cômputo *ex-ante* das taxas próprias de juros dos diversos ativos, o que deveria pelo menos sugerir alguma cautela neste tipo de contraposição entre curto e longo prazos. Por outro lado, há quem considere o capítulo 17 “redundante e ineficaz”, porque simplesmente “repet[iria] argumentos anteriores” acerca da relação entre taxa de juros e eficiência marginal do capital e porque não forneceria uma base mais sólida para a crítica de Keynes à teoria ortodoxa dos juros (MONGIOVI, 1990, p. 153). A origem desta fragilidade estaria, como em geral enfatizam os neo-ricardianos, nas dificuldades de Keynes se desvencilhar da “teoria marginalista da distribuição”. Sintomaticamente o autor sugere que a alternativa de uma “teoria monetária da distribuição, se alguma for possível”, deveria reunir “os *insights* contidos nos trabalhos de Sraffa ... e Kaldor” (MONGIOVI, 1991, p. 163).

reformulações empreendidas pelo autor neste processo parecem fazer parte de um movimento único e coerente, articulado em torno de uma idéia básica: o papel da moeda, o ativo líquido típico em uma economia empresarial, como um dos determinantes reais da trajetória econômica. Esboçadas de forma embrionária já no *Treatise on Money*, concepções teóricas como a demanda efetiva, a preferência pela liquidez, o papel das expectativas, ganham toda a relevância na *Teoria Geral*, justamente por representarem a forma de dar total visibilidade a este fio condutor da evolução do pensamento de Keynes. Neste caso, é necessário analisar com cautela a tentativa de determinadas correntes de isolar aspectos desta evolução, desconectando-os de sua mola mestra. Mais do que questionar a legitimidade deste tipo de procedimento, o que se pretende é enfatizar que estes aspectos fazem parte de um corpo coerente de concepções. Partindo desta idéia básica, tenciona-se nos capítulos a seguir analisar as interpretações e críticas horizontalistas ao pensamento de Keynes, procurando demonstrar como, no fundo, elas partem de um referencial teórico distinto, capaz de se identificar somente com elementos isolados da proposta de teoria monetária da produção.

CAPÍTULO III

A Preferência pela Liquidez, a Taxa de Juros e o Horizontalismo

III. A Preferência pela Liquidez, A Taxa de Juros e o Horizontalismo

A análise do Capítulo anterior deixa claro que o conceito de preferência pela liquidez desempenha um papel central na interpretação aqui proposta para a concepção de teoria monetária de produção. Entretanto, não resta qualquer dúvida que a ênfase atribuída a este conceito está longe de ser consensual, mesmo que se restrinja o âmbito da análise àquelas correntes que se consideram pós-keynesianas.

Os horizontalistas, por exemplo, consideram-no um resquício de ortodoxia no pensamento de Keynes. Dada a sua hipótese de uma quantidade de moeda controlável exogenamente pela AM, a teoria da preferência pela liquidez seria simplesmente uma “*modificação* da teoria quantitativa ..., não seu *abandono*” (KALDOR, 1986, p. 21; MOORE, 1988a, p. 174). Tal conclusão seria uma decorrência lógica da possibilidade de reformular a função demanda por moeda, proposta por Keynes com base na PPL, em termos de uma velocidade de circulação variável e dependente da taxa de juros.

III.1. A Preferência pela Liquidez e a Teoria Quantitativa

É basicamente este o raciocínio desenvolvido por Kaldor. Trata-se, em primeiro lugar, de simplificar a relação sugerida por Keynes entre moeda e nível de renda, via demanda por moeda pelos motivos transação e precaução, e entre moeda e taxa de juros, através da demanda por moeda pelo motivo especulação - a saber, a equação $M_D = L_1(Y) + L_2(r)$ -, substituindo-a pela relação

$M = L(Y,r)^1$. Eliminada as diferenciações, a nova relação pode ser reinterpretada em termos de uma demanda por moeda como proporção da renda, a qual seria uma função inversa da taxa de juros: $M = k(r) Y$. Neste caso, sendo a quantidade de moeda (M) uma variável exógena, a preferência pela liquidez seria simplesmente uma nova versão da teoria quantitativa, na qual “*todos* os ajustamentos dos fatores monetários aos reais ocorrem através de mudanças na velocidade de circulação” da moeda (KALDOR, 1986, p. 21).

Moore retoma na essência a mesma argumentação. Keynes nunca teria tido êxito pleno em se distanciar da TQM: “[a] sua formulação da demanda por moeda com base na preferência pela liquidez implicou simplesmente que a velocidade-renda da moeda iria se ajustar passivamente a mudanças induzidas pela renda na demanda efetiva” (MOORE, 1988a, p. 172). Neste caso, sugere o autor, seria legítimo estender a Keynes a expressão cunhada por Leijonhufvud: ele seria um “teórico quantitativo com velocidade variável” (p.172). Sua argumentação se completa com a opção, similar à de Kaldor, de simplificar a “função demanda por moeda” sugerida por Keynes a $M_D = k(r).Y$, para então concluir, exatamente como aquele autor, que “*todos* os ajustamentos dos

¹ Esta simplificação é também sugerida por V. CHICK (1983) e apresentada como a “forma geral” da função demanda por moeda (p. 206 - 207).

fatores monetários aos reais ocorrem através de mudanças na velocidade de circulação” (MOORE, 1988a, p. 174).

O primeiro aspecto que merece destaque na argumentação horizontalista é sua preocupação em conceber um ajustamento *a priori* dos “fatores monetários aos reais”. E, além disso, a sua tentativa de compartilhar tal preocupação com quem, como Keynes, parece sugerir exatamente o contrário: que a taxa de juros da moeda dita o nível da EM de qualquer ativo de capital, para que ele represente uma forma desejada de conservar riqueza.

Mesmo no *Treatise*, onde a hipótese de moeda bancária e, portanto, de sua determinação, pelo menos em parte, de forma endógena é inequívoca, onde, além disso, é sugerido que o princípio que deve nortear a ação do sistema bancário é ajustar a taxa de mercado à taxa natural, mesmo aí Keynes não admite este papel passivo, de um ajustamento necessário, da esfera monetário-financeira à produtiva. Ao contrário, é freqüente a sua preocupação com a possibilidade da circulação financeira sugar recursos da circulação industrial e com a possibilidade de flutuações nos preços dos títulos sobre a riqueza acumulada provocarem variações nos preços de demanda de novos ativos de capital. Sua “fé” na capacidade da AM e do sistema bancário “liberar[em] a quantidade ótima [de moeda] para a circulação industrial, após ter[em] satisfeito a circulação financeira” (KEYNES, 1971b, p. 230), é em primeiro lugar uma recomendação de política monetária, não reflexo de alguma tendência imanente do sistema. Na *Teoria Geral* até esta crença se desfaz, justificando, junto com outros elementos, sua ênfase na necessidade de regulação direta do investimento.

Neste caso, a análise de Keynes parece caminhar na direção contrária daquela preocupação horizontalista: a taxa de juros - um fenômeno monetário, no sentido de não ser determinado por fatores "reais" como a neoclássica produtividade marginal do capital, mas sim por algo tão subjetivo como a PPL - teria uma influência decisiva sobre o nível de investimento, de produto e sobre os preços relativos, enfim sobre os ditos fatores "reais"; é neste sentido que a moeda seria um determinante "real" do desempenho econômico.

Tal ênfase no papel da moeda parece espantar certa parcela dos endogenistas. Rousseas, em particular, vê no destaque dado às relações monetário-financeiras a justificativa para qualificar Davidson e, principalmente, Minsky como "pós-keynesianos 'monetaristas'" (ROUSSEAS, 1986, p. 44 e 115). Para Kaldor e Moore a hipótese de Keynes de um estoque de moeda exogenamente controlado, conjuntamente com sua versão mais sofisticada da TQM, representa uma porta aberta para o monetarismo. Mesmo HICKS (1987) sugere que Keynes "em certo sentido, talvez muito fraco, ... deva ter sido um monetarista" (p. 30).

Apesar das diferenças de tom, é certo que é a aparente ênfase quanto ao papel da moeda, compartilhada, em algum grau, por Keynes e pelos monetaristas, que dá margem a este tipo de especulação. Mas sem qualquer dúvida, a valorização de uma eventual analogia entre pós-keynesianos e inclusive Keynes e os teóricos do monetarismo carece de qualquer sentido. O mínimo que se pode observar é que tal analogia se apega ao lado formal da questão.

Afinal, se há uma característica paradoxal do monetarismo, ela reside justamente na esquizofrenia de atribuir uma importância tão destacada ao controle sobre a moeda e sua emissão e, simultaneamente, adotar como fundamento teórico o modelo do equilíbrio geral, no qual ela não tem qualquer relevância, fato reconhecido por teóricos de diversas correntes como Frank HAHN (1983, p. 105) e o próprio KALDOR (1986 p.41-42). Do ponto de vista dos adeptos do monetarismo, o capitalismo não só não é instável, como a moeda não lhe atribui qualquer vulnerabilidade adicional expressiva; o máximo que se admite são flutuações de curto prazo, ou ciclos monetários na versão novo-clássica, em torno de um equilíbrio determinado exclusivamente por variáveis não-monetárias e inexoravelmente alcançado.

Não há, portanto, sentido algum em atribuir aos “pós-keynesianos americanos”, como os denomina ROUSSEAS (1986), qualquer intenção “neomonetarista” (p. 115). Pois se aos monetaristas a moeda, de fato, pouco ou nada importa na determinação da “trajetória real” do sistema, aos pós-keynesianos *money matters* no curto e no longo prazo; e de uma forma tão expressiva que levou MINSKY (1975) a afirmar que as “finanças ditam o ritmo da economia” (p. 130). É esta ênfase na proeminência das relações monetário-financeiras que desagrada Rousseas e também parece incomodar os horizontalistas.

Ainda que os comentários anteriores revelem aspectos importantes da concepção horizontalista, o elemento central a ser questionado na identificação entre preferência pela liquidez e a teoria quantitativa da moeda parece ser outro.

Esta identificação pressupõe, além da exogenia monetária, uma reformulação simplificadora da “função demanda por moeda proposta por Keynes”. Tal simplificação, no entanto, não é fiel à concepção original de preferência pela liquidez. Nela Keynes vincula a taxa de juros principalmente à demanda por moeda pelo motivo especulação, enquanto os recursos líquidos mantidos pelos motivos transação e precaução estariam associados ao nível de renda. A interação entre a quantidade de moeda retida por estes dois últimos motivos e a taxa de juros seria indireta, sempre mediada pelas variações da renda.

Esta é a proposição original apresentada por KEYNES (1985) na *Teoria Geral* (p. 142-144) e reafirmada posteriormente por pós-keynesianos como DILLARD (1989, p. 154-167) e DAVIDSON (1972, p. 159-212), ainda que sujeita a algumas modificações. Davidson, por exemplo, numa abordagem análoga à de Kahn², prefere alocar os recursos mantidos pelo motivo precaução ao lado daqueles com fins especulativos, ambos constituindo, na versão da *Teoria Geral*, a circulação financeira proposta por Keynes no *Treatise on Money*. Quanto ao motivo transação ele sugere, com base no motivo *finance*, que a especificação correta está em associá-lo ao gasto planejado, não à renda corrente.

² Vide a respeito a nota 23 no item II.6. Preferência pela Liquidez: a elaboração de uma teoria geral da seleção de ativos sob incerteza.

Sem desconhecer o mérito e importância de tais sugestões, deve-se observar que elas não se contrapõem ao aspecto essencial da formulação original de Keynes apresentada na *Teoria Geral*: a distinção entre os diversos motivos para reter recursos líquidos e a sua interação diferenciada com a taxa de juros, dois elementos simplesmente esquecidos na simplificação proposta por Kaldor e Moore. Vale lembrar que a retenção de moeda pelo motivo especulação - e, adotando a sugestão de Davidson e Kahn, também pelo motivo precaução - é o reflexo da incerteza que permeia o conjunto de eventos econômicos futuros, em especial as “futuras variações na taxa de juros”. Variações no estado de expectativa dos agentes alteram sua propensão a reter recursos líquidos, modificação que irá se refletir ou na efetiva alteração dos recursos retidos por aqueles motivos ou então em alteração na taxa de juros de forma a compensar as variações no estado de baixa ou de alta dos agentes. Por isso Keynes reafirma em seus escritos posteriores à *Teoria Geral*, mais especificamente em sua troca de correspondências com Hawtrey, que em sua teoria da taxa de juros o valor da mesma “não ... é inteiramente determinado pela quantidade de moeda em M_2 , mas ... por esta [quantidade] conjuntamente com a função preferência pela liquidez” (KEYNES, 1987, p. 11), já que esta última capta justamente a “inclinação [do público] para conservar dinheiro líquido” (KEYNES, 1985, p. 145) como um *hedge* contra o futuro incerto. Além disso, variações mais significativas no estado de expectativas tendem a provocar deslocamentos da própria curva de preferência pela liquidez, modificando a relação anterior entre moeda retida pelos motivos especulação e precaução e a taxa de juros.

Este tipo de interação Keynes não estende aos recursos líquidos retidos pelo motivo transação. Por exemplo, numa antecipação do que posteriormente irá definir como motivo *finance*, ele sugere que qualquer efeito da ampliação do volume de investimento sobre a “taxa de juros será secundário e indireto, resultando do maior volume de negócios que amplia aquela parte da preferência pela liquidez associada à moeda requerida para os negócios correntes” (KEYNES, 1987, p. 27-28). Neste caso, não há como desconsiderar o papel que a diferenciação entre os diversos motivos para reter recursos líquidos desempenha na formulação do conceito de preferência pela liquidez, nem tampouco como substituí-lo por uma função demanda por moeda dependente da taxa de juros.

Logo, não parece possível concordar com os termos propostos por Kaldor e Moore, segundo os quais a preferência pela liquidez nada mais representaria que o inverso da velocidade-renda da moeda, uma interpretação do pensamento de Keynes que parece mais fiel a algumas de suas concepções expostas no *Tract on Monetary Reform* do que àquelas do *Treatise* e da *Teoria Geral*.

II.2. A Velocidade de Circulação da Moeda

De fato, é somente naquele seu primeiro livro que Keynes se dispõe a defender a teoria quantitativa com mais veemência³. Além das peculiaridades de sua formulação da equação quantitativa, ele sugere que a quantidade de moeda

³ “Esta teoria [a TQM] é fundamental. Sua correspondência com a realidade não está sob questão” (KEYNES, 1971a, p. 61).

retida pelo público, em espécie ou na forma de depósitos bancários, depende “parcialmente de sua riqueza”, “que no agregado irá somente mudar gradualmente”, e “parcialmente de seus hábitos” “no uso da moeda, (KEYNES, 1971a, p. 62). Tais hábitos seriam “fixados pela ... estimativa da *conveniência* extra de ter mais moeda à mão em relação às vantagens obtidas por gastá-la ou investi-la (KEYNES, 1971a, p. 64, grifo nosso). Quanto aos bancos, a sua influência sobre aquela quantidade de moeda derivaria basicamente de sua política acerca das reservas bancárias e do crédito.

Apesar de sua defesa da teoria quantitativa, Keynes já se distancia nesta época de suas versões mais mecanicistas; por exemplo, ao negar um efeito proporcional sobre o nível de preços de um determinado aumento na quantidade de moeda, já que isto exigiria considerar os hábitos do público e as práticas bancárias como parâmetros insensíveis àquele aumento. Sua observação quanto à possibilidade da hipótese de uma relação direta e proporcional entre a quantidade de moeda e o nível de preços ser verdadeira no “*longo prazo*”, não deixa de ser uma ironia, pois é neste mesmo contexto que ele propõe o seu já célebre aforismo: “*este longo prazo é um mau guia para os negócios correntes. No longo prazo todos estaremos mortos*” (KEYNES, 1971a, p. 65).

Reconhecendo a variabilidade dos hábitos e práticas do público e do mundo dos negócios, KEYNES (1971a) procura demonstrar que a estabilidade do nível de preços depende não só das variáveis “sob controle direto (ou que

deveriam estar) das autoridades bancárias centrais” (p. 68), como também da estabilidade destes hábitos e práticas. Esta estabilidade pode ser alcançada através da “taxa bancária”, mas quando isto não for um “instrumento poderoso o suficiente” restaria à AM alterar a quantidade de moeda (em espécie) e o compulsório sobre os depósitos bancários, i. e. as variáveis “sob [seu] controle direto”, com o intuito de contrabalançar as mudanças naqueles hábitos e práticas e assim preservar o nível de preços ⁴.

Pode-se, portanto, concluir que Keynes apresenta nesta obra uma versão da TQM que parece similar àquela que Kaldor e Moore sugerem como sua concepção na *Teoria Geral*, por um lado reconhecendo (ou então defendendo) o controle (ou a possibilidade de controle) da AM sobre a quantidade de moeda e, por outro, a influência da taxa de juros (“taxa bancária”) sobre aqueles elementos como os hábitos e práticas do público e do mundo dos negócios, que em última instância determinam a velocidade de circulação da moeda ⁵.

A perspectiva de Keynes no *Treatise on Money* é bem diversa da anterior. Embora reconheça que as concepções e equações apresentadas nesta obra sejam “formalmente compatíveis com a teoria quantitativa tradicional -

⁴ Para uma discussão das equações quantitativas em Keynes vide ainda Simoens da SILVA (1989), particularmente p. 46 e seguintes.

⁵ A posição de Keynes neste livro, mais ortodoxa no que se refere à TQM, contrasta com outros pontos de vista aí apresentados, que manterão relevância na sua obra posterior. É o caso, por exemplo, das suas várias observações acerca do papel dos processos inflacionários e deflacionários sobre a distribuição e produção da riqueza, das diversas discussões sobre o rentismo, assim como da sua “teoria da paridade das taxas de juros”, desenvolvida com a intenção de explicar a dinâmica das taxas de câmbio na ausência do padrão ouro e que, segundo KREGEL (1982, 1985b), já contém vários elementos de analogia com sua teoria posterior das taxas próprias de juros e da preferência pela liquidez.

e de fato deve[m] ser, já que a última é uma identidade, um truismo” (KEYNES, 1971c, p. 5) - , a própria divisão do total de balanços monetários já sugere uma abordagem distinta. Os balanços monetários são subdivididos em três categorias: aqueles das famílias, denominados “depósitos de renda”, os encaixes retidos pelas firmas, chamados de “depósitos de negócios”, e os “depósitos de poupança”, que representariam os balanços inativos, retidos como reserva de valor. Os depósitos de negócios podem ainda ser subdivididos entre aqueles relacionados à aquisição de fatores de produção e à renda de bens e serviços (depósitos de negócios “A”), responsáveis, juntamente com os depósitos de renda, pela circulação industrial, e os depósitos de negócios “B”, associados à circulação dos ativos. Estes últimos, juntamente com os depósitos de poupança, representariam a moeda envolvida na circulação financeira.

A cada um dos diversos encaixes monetários Keynes associa uma velocidade de circulação diferente: a velocidade dos depósitos de renda, a velocidade dos depósitos de negócios e por fim o valor zero para a velocidade dos depósitos de poupança, já que a moeda retida como reserva de valor “*não tem velocidade*” (KEYNES, 1971c, p. 17). A velocidade de circulação dos depósitos de renda seria “em grande medida uma função dos hábitos e práticas sociais”, devendo “ser relativamente estável de um ano para outro, embora possa mostrar uma tendência definida ao longo de um grande período [de tempo] devido a uma mudança progressiva de costumes”. Tal estabilidade poderia ser rompida em função de conjunturas econômicas boas ou más, especialmente as segundas, já que existiria certa “inércia” no ajustamento dos gastos a quedas na renda; de toda forma, não haveria “qualquer razão para se

esperar que tais figuras anormais [os valores da velocidade de circulação resultantes desta inércia] sejam duradouras” (KEYNES, 1971c, p. 26).

Em contrapartida Keynes parece propenso a atribuir uma maior variabilidade à velocidade de circulação dos depósitos de negócios, mesmo porque a velocidade neste caso específico poderia ser entendida como uma velocidade “média”, influenciada tanto pela distribuição daqueles depósitos entre os dois tipos “A” e “B” possíveis, como pelas velocidades de circulação, estas sim as “verdadeiras”, de cada um destes tipos específicos de depósito. Considerando que as transações financeiras representam um “negócio de alta velocidade” (p.29), e portanto que a velocidade de circulação da moeda aí envolvida é muito superior à dos depósitos do tipo “A”, as modificações naquela distribuição poderiam afetar significativamente a velocidade média observada para os depósitos de negócios como um todo.

Na verdade este parece ser o ponto de vista mais geral de Keynes acerca das flutuações na velocidade de circulação da moeda. As “verdadeiras” velocidades, associadas a cada um dos balanços monetários retidos com um determinado fim específico, não apresentariam mudanças apreciáveis de valor, exceto ao longo de grandes intervalos de tempo. Desta forma, as “flutuações de curto prazo” na velocidade média de circulação dos balanços ativos e dos encaixes totais (incluindo os “depósitos de poupança”) ocorreriam principalmente devido a variações nas proporções dos depósitos retidos por diferentes propósitos” (KEYNES, 1971c, p. 30)⁶

⁶ Sobre as velocidades de circulação dos depósitos de renda e de negócios vide ainda KEYNES (1971b, p. 39-43 e p. 218-221).

O mínimo que se pode concluir a partir da discussão anterior é que Keynes já não atribui maior relevância à TQM na sua forma tradicional, pois esta, ao desconsiderar os diversos propósitos para se reter moeda, não é capaz de relacionar os balanços monetários específicos aos bens, serviços e ativos, pela circulação dos quais estes encaixes são responsáveis⁷. Ele sugere ainda uma equação quantitativa alternativa, contendo uma variável similar à velocidade de circulação, mas dependente não só dos hábitos e práticas das famílias e do mundo dos negócios, como também da relação entre poupança e investimento. Sendo esta última relação dependente da distribuição dos agentes entre *bulls* e *bears*, a nova variável proposta para substituir a velocidade de circulação da equação tradicional depende, de alguma forma, das expectativas dos agentes, já que estas, juntamente com a política bancária, definem as taxas

⁷ Este também é o espírito da crítica de Keynes à sua própria equação quantitativa proposta no *Tract* (vide KEYNES, 1971b, p. 199-205).

de juros e influenciam a proporção dos encaixes monetários retidos pelos diversos motivos⁸.

Destaque-se, por fim, que esta análise não levantou ainda qualquer questão quanto à causalidade na TQM. Acerca disto Keynes é pelo menos bem explícito sobre as suas dúvidas: “[e]u não estou certo que ... [a expectativa de preços mais altos] seja uma importante ... [causa] na sua influência direta sobre os preços através do aumento (ou decréscimo) da velocidade, exceto nos casos extremos quando o medo da depreciação da moeda é agudo”. De toda forma, ele parece admitir tal influência nas situações limites, de “‘fuga’ da moeda”, típicas

⁸ Uma análise mais cuidadosa da nova equação quantitativa sugerida por KEYNES (1971c) permite isolar aquele aspecto que o autor de fato considera relevante neste assunto. Na equação proposta ($M'V = \Pi O$), além da nova variável V' - “uma noção complexa não identificada com V , a velocidade de circulação” da equação tradicional - Keynes substitui o estoque total de moeda por M' , “o volume da circulação industrial”, que representa aquela parcela deste estoque responsável pela circulação do “volume de produto” O ao seu “nível de preços” Π . Sob condições de equilíbrio, quando poupança e investimento coincidem, a variável V' assume um valor unitário, tornando-se “maior que um quando o investimento está em excesso ... e menor ... quando a poupança está em excesso” (p. 5). Logo, muito mais do que hábitos e métodos no uso da moeda, o que Keynes enfatiza nesta sua formulação da equação quantitativa é o papel da relação poupança e investimento, na forma em que estes conceitos estão definidos no *Treatise* (vide item II.1 desta tese). A eventual desigualdade destas variáveis - ou então, da taxa natural e da taxa de mercado - se refletiria aqui na divergência entre o termo à direita na equação proposta e a parcela do estoque de moeda composta pelos depósitos de renda e pelos depósitos de negócios do tipo “A”, responsáveis pela circulação industrial. Embora tais desequilíbrios acabem se expressando em alterações no nível de preços Π e, eventualmente, em modificações no volume do produto O , o importante a destacar é que eles resultam principalmente de mudanças na relação taxa natural/taxa de mercado ou na quantidade e proporção dos requerimentos de moeda para a circulação financeira e industrial, estando, portanto, em ambos os casos associados à divisão do público em “baixistas” e “altistas” (vide a respeito KEYNES, 1971b, p. 231-234). Assim, como na discussão anterior, o que merece maior ênfase na nova equação proposta são as variações das taxas de juros e das diferentes parcelas do estoque de moeda, não as oscilações das “verdadeiras” velocidades, relativamente estáveis como consequência de certa estabilidade dos hábitos e práticas no uso da moeda para determinados fins.

das hiperinflações e já abordadas na *Tract on Monetary Reform*⁹. Mas ainda assim Keynes se diferencia dos que vêem na “restrição a novas emissões monetárias” a forma de “retardar a elevação de preços, a menos e até que ela tenha o efeito de restaurar a confiança popular”, já que “[m]edidas de deflação, de taxa bancária elevada, de controle de câmbio, de controle de preços, etc., têm de ser julgadas em primeiro lugar em relação a seus prováveis efeitos em influenciar o público a restabelecer seus encaixes reais ao nível normal, não pelas suas reações sobre outros elementos monetários” (KEYNES, 1971c, p. 41-42). Portanto, o que de fato interessa é se tais medidas são ou não capazes de restabelecer certo padrão de comportamento do público na retenção de moeda pelos diferentes motivos já analisados.

Na verdade, o questionamento de Keynes à TQM é anterior à questão da causalidade e tem como objetivo primordial negar a própria possibilidade de relacionar, com alguma significância conceitual, o estoque total de moeda e a renda¹⁰. Note-se que ao introduzir a circulação financeira e a distribuição dos agentes em “baixistas” e “altistas”, Keynes já incorpora à sua análise o papel da moeda como um ativo e as expectativas quanto à rentabilidade futura das diferentes formas de reter a riqueza. Estes são os responsáveis pela desconexão entre moeda e renda. Por isso, já neste caso, uma velocidade-renda como função

⁹ CARVALHO (1992) observa que mesmo em seus escritos posteriores Keynes “nunca eliminou inteiramente” a teoria quantitativa, procurando na verdade restringir seu “campo de aplicação” exclusivamente à “função da moeda como meio de circulação” (p. 104). E acrescenta que em situações hiperinflacionárias a teoria quantitativa pode tornar-se “um importante instrumento conceitual de análise”, desde que sejam considerados tanto as “mudanças endógenas na velocidade induzidas pela própria inflação” como os “efeitos de realimentação” entre os “mecanismos reais” e “monetários”, procurando assim evitar a noção de isolamento das variáveis empregada na análise ortodoxa (p. 115-116, nota 16).

¹⁰ Sobre este assunto vide ainda KEYNES (1971b, p. 131-135).

dos juros, ou o $k(r)$ da simplificação sugerida por Kaldor e Moore, não representa uma boa medida da relação dos agentes com a retenção de recursos líquidos. De fato, enquanto esta velocidade seria dependente de fatores estruturais (frequência de pagamentos e recebimentos, estrutura bancária, etc.) e da taxa de juros, a forma final proposta por Keynes para aquela relação tem nas expectativas o principal fator de influência e, em geral, supõe a direção inversa: a preferência pela liquidez é que definiria a taxa de juros.

III.3. Da Velocidade para a Preferência pela Liquidez

Esta lógica de argumentação irá se revelar completamente na *Teoria Geral* e, neste caso, a possibilidade de contrastá-la com a retórica horizontalista é mais esclarecedora, já que seria justamente nesta última obra que Keynes teria demonstrado, segundo autores daquela corrente, suas dificuldades de se desvencilhar das confusões da teoria quantitativa. A prova disto estaria em sua hipótese explícita de uma quantidade de moeda exogenamente determinada, uma suposição que seria a própria essência da TQM. Por isso MOORE (1988a) observa, até com certa perplexidade, que “[a]pós ler ... [certas] passagens do *Treatise*, onde a endogeneidade da moeda de crédito é tão claramente reconhecida, é difícil entender como Keynes pode assumir, somente seis anos mais tarde, que o estoque de moeda era exogenamente determinado pelas autoridades monetárias” (p. 195). Moore procura, no entanto, relativizar a importância desta opção de Keynes: a sua formulação da demanda especulativa por moeda como função da taxa de juros permitiria variações endógenas na quantidade de moeda demandada pelo motivo transação. Por isso, “[p]arece

haver pouca dúvida que o próprio Keynes considerava essa endogeneidade de M_1 e a variabilidade da velocidade como a essência de sua fuga das conclusões da teoria quantitativa” (MOORE, 1988a, p. 197).

Colocada nestes termos, a questão parece excessivamente presa ao referencial e aos contornos estipulados por Milton Friedman. Este observa que sendo a quantidade de moeda uma variável exógena, a validade do monetarismo ou da teoria keynesiana dependeria do grau de correlação entre M e Y . Tendo comprovado uma forte correlação empírica entre aquelas duas variáveis, Friedman deriva com certa facilidade a tradicional relação de causalidade atribuída à TQM, da quantidade de moeda aos preços¹¹. Neste caso somente

¹¹ Não é nosso objetivo aqui recorrer à vasta literatura que questiona as conclusões extraídas por Friedman com base em suas observações empíricas. A este respeito basta mencionar os artigos de DAVIDSON e WEINTRAUB (1973), WEINTRAUB (1982), MINSKY (1977), DAVIDSON (1977a) e WRAY (1993a); assim como os vários e ricos *insights* fornecidos pelos próprios trabalhos de KALDOR (1986) e MOORE (1988a). De fato, para nossos fins é suficiente observar que uma postura mais acomodativa adotada pela AM na criação de moeda, quando seguida pelos bancos e implementada num ambiente de relativa estabilidade das expectativas do público, tende a amortecer eventuais oscilações da velocidade-renda. Por outro lado, políticas monetárias restritivas, quando contestados pelo sistema bancário e pelo público em geral - por exemplo, no caso de um *boom* econômico e/ou do aumento da atividade especulativa e da circulação financeira - tendem a provocar variações mais apreciáveis na velocidade-renda. Deste modo, o grau de correlação entre Moeda e Renda deve depender da política da AM, do comportamento do sistema bancário e da propensão do público de empregar a moeda como um ativo.

restaria aos anti-quantitativistas, retomando a tradição do princípio bancário, questionar a própria hipótese de exogenia da moeda¹².

Certamente não eram esses os termos em que Keynes colocava a questão. A exogenia, tão cara aos quantitativistas, ou a endogenia, tão cara aos horizontalistas, parecem ambas passíveis de serem classificadas entre os “detalhes técnico-monetários” que o autor quis evitar na *Teoria Geral*. Não se entenda isso de forma absoluta: não se trata de negar relevância a esta questão, que a depender do plano de análise pode desempenhar um papel bastante significativo. É necessário entendê-la no contexto da *Teoria Geral*: frente à questão teórica central - à concepção de PPL -, a contraposição anterior não passaria de detalhe. Embora considere o controle sobre a emissão de moeda uma função essencial da AM, não é a exogeneidade deste estoque o aspecto relevante para Keynes na análise da TQM, mas sim o grau de interação entre a renda Y e o estoque de moeda M ; ou seja, o importante a analisar é a própria velocidade-renda da moeda e o eventual teor explicativo que contenha.

Esta interpretação conduz, obviamente, a conclusões bem diversas das de Moore. Por exemplo, no que se refere a M_1 a conclusão seria exatamente o oposto: como observa CARVALHO (1992), através do motivo transação Keynes deixou “algum espaço para a validade da operação da Teoria

¹² A este respeito, além dos trabalhos de Kaldor e Moore, vale mencionar FOSTER (1986), que desenvolve detalhadamente este argumento (vide em especial p. 958-959), e NELL (1990), que sugere não só que a endogenia “afeta [‘dramaticamente’] a validade da teoria quantitativa” (p. 36), como conclui que a velocidade-renda torna-se, em tais condições, um reflexo do *mark up* sobre os salários monetários.

Quantitativa” (p. 104). Isto não deve ser entendido de forma restritiva. O aspecto principal aqui não é a direção causal nem o caráter exógeno da quantidade de moeda, mas a possibilidade de uma relação estreita entre M_1 e Y ; afinal, é aquele estoque de moeda que é empregado na circulação desta renda. Não pode ser outro o motivo que o levou a definir V como Y/M_1 . “Seu valor [de V] dependerá do caráter da organização bancária e industrial, dos hábitos sociais, da distribuição da renda entre as diferentes classes e do custo real de conservar dinheiro ocioso”. E embora não haja, justamente pela influência destes fatores, “nenhuma razão para supor que V seja constante”, “se tivermos um prazo curto em mente e se pudermos admitir que não haverá mudança substancial em nenhum destes fatores, poderemos considerar V como quase constante” (KEYNES, 1985, p. 143). É a esta velocidade-renda, definida em termos do estoque de moeda associado à circulação industrial, que se pode atribuir alguma significância.

A tentativa de defini-la em termos mais amplos retira-lhe o pouco conteúdo que possa ter: “[s]e tivéssemos definido V não igual a Y/M_1 , mas igual a Y/M , naturalmente a teoria quantitativa seria um truismo que se mantém em qualquer circunstância, embora sem nenhum significado” (KEYNES, 1985, p. 147, nota 2). Sem dúvida sempre é possível obter *ex-post* um valor para V , nesta última definição, que iguale os dois lados da equação da TQM em um dado período. Mas qual a significação deste termo, se uma parte do estoque de moeda empregado não está associado à circulação da renda, mas sim à circulação dos ativos, ou seja, associado a uma atividade financeira “altamente variável” e sem “conexão próxima com o volume de produto”? (KEYNES, 1971b, p. 222). No capítulo 21 da *Teoria Geral*, A Teoria dos Preços, esta

questão é novamente colocada: definida nos termos usuais, a velocidade-renda da moeda “não passa, em si mesma, de uma expressão que nada explica. Não há motivo algum para esperar que ela seja constante, pois ela depende, como vimos na análise anterior, de muitos fatores variáveis e complexos. O emprego desta expressão obscurece, no meu entender, o caráter real da causação e só tem provocado confusões” (KEYNES, 1985, p. 207). Entre os “muitos fatores variáveis e complexos” encontra-se, com certeza, a preferência pela liquidez. Variações na quantidade de moeda podem não só induzir deslocamentos ao longo da curva de PPL, mas até mesmo deslocá-la como um todo. São dificuldades como essa que tornam o conceito de velocidade-renda, definido nos termos habituais, escasso em conteúdo.

Por motivos diversos HICKS (1978) chega a uma conclusão similar no caso de uma “economia de crédito puro” *à la* Wicksell. Observa que neste caso “[q]uantidade de [m]oeda deve ... significar [q]uantidade de [m]oeda [b]ancária; mas parte substancial da [q]uantidade de [m]oeda [b]ancária está agora, em princípio, ociosa. Assim, a quantidade total de moeda pode variar consideravelmente, enquanto que a parcela que não está ociosa permanece, substancialmente, constante. A ligação entre a quantidade total de moeda e a parte que circula está efetivamente rompida”. Portanto, em relação ao estoque de moeda como um todo, incluído aí esta parcela ociosa, a velocidade de circulação não parece mais “perfeitamente apropriada”, o que justifica o abandono da TQM. Fundamenta sua argumentação, sugerindo que em uma economia de crédito puro “[t]omar empréstimo do [s]istema [b]ancário, e então voltar a depositá-lo no mesmo [s]istema, não envolve agora mais do que um pequeno sacrifício de juros ...; pode ser que a liquidez adicional, derivada da

possibilidade de sacar recursos sempre que se desejar, valha o modesto preço” (p. 79-80).

Esta possibilidade não é considerada na análise dos horizontalistas. Mantidos os termos propostos por Hicks, um ponto de vista freqüente nestes autores parece fornecer uma justificativa bastante plausível para esta atitude: a economia contemporânea é o que se pode denominar de uma *overdraft economy*, com linhas de crédito pré-estabelecidas entre os clientes e os bancos. Por esta via cria-se a “possibilidade de sacar recursos sempre que se desejar”, sem qualquer aviso prévio e sem custo, ao menos explícito, em termos de juros, antes que o crédito se concretize. Até os tetos pré-fixados para estas linhas de crédito, o empréstimo - e, portanto, a criação de moeda - só se concretiza para financiar uma decisão de gasto já tomada, com o que se elimina a eventual necessidade de quantidade ociosa de moeda e se restabelece o vínculo entre quantidade total de moeda e aquela que efetivamente circula - no caso, circulação industrial, porque é disto que Hicks e os demais autores de fato tratam¹³.

¹³ Em outro texto Hicks antecipa em parte este desenvolvimento. Subdivide a economia em setor auto-suficiente (*auto-sector*), que conserva reservas líquidas, e setor com cobertura (*overdraft sector*), com linhas de crédito asseguradas. Embora ele dê uma importância significativa ao setor com cobertura, não deixa claro se a participação do setor auto-suficiente é pequena a ponto de induzir uma conclusão similar à dos horizontalistas (vide HICKS, 1987, p. 42-47). Já no que se refere à velocidade, os horizontalistas parecem coerentemente admitir sua relativa estabilidade. Kaldor, por exemplo, evolui de uma crítica ao monetarismo fundada nas flutuações da velocidade para outra baseada na plena endogeneidade da moeda e formalmente compatível com a velocidade estável (WRAY, 1990a, p. 132-134). Mas principalmente MOORE (1988a), embora afirme que a “[v]elocidade ... é uma razão incomensurável, com nenhuma significância comportamental direta” (p. 306), acaba admitindo sua estabilidade para a fundamentação de seu modelo, como se verá na discussão posterior sobre o motivo *finance*.

Em Keynes esta ociosidade de parcela do estoque total de moeda teria sentido principalmente em referência à circulação industrial¹⁴. A mesma parcela estará, no entanto, sendo empregada na circulação financeira, voltada a fazer posições presentes ou futuras nos mercados de ativos. Assim, mesmo diante de uma quantidade total de moeda rigorosamente fixada, estas duas parcelas podem se alterar em função de mudanças no sentimento baixista/altista do público, ou seja em função de mudanças na sua PPL. No extremo oposto, mesmo em um contexto com estoque de moeda que se ajuste passivamente à demanda, parcela desta demanda não está voltada à circulação de bens e serviços, o que perpetua a ruptura entre a criação de moeda e a renda gerada.

Mas mesmo a nova definição sugerida por Keynes, que atribuiria à velocidade-renda um conteúdo mais preciso, não resolve o problema. O estoque

¹⁴ É interessante observar que KEYNES (1985), ao discutir os motivos renda, negócios (subdivisões do motivo transação) e precaução, admite uma possibilidade similar à *overdraft economy*: “[a] força desses três tipos de motivo dependerá, em parte, do custo e da segurança dos métodos para obter dinheiro em caso de necessidade, por meio de alguma forma de empréstimo temporário, especialmente retiradas a descoberto ou o seu equivalente, pois não há necessidade de conservar dinheiro ocioso para assegurar os intervalos se se pode obtê-lo sem dificuldade no momento oportuno” (p. 140, grifo nosso). Sugestivamente esta observação não inclui o motivo especulação. Na verdade é difícil imaginar o sistema bancário garantindo acesso a crédito “sem dificuldade no momento oportuno” quando as incertezas quanto ao futuro tornam-se mais agudas e as variações de expectativas provocam deslocamentos na função PPL. Já num contexto de menor incerteza, a estabilidade das expectativas permite supor uma curva de PPL relativamente estável. Neste caso, mudanças na taxa de juros serão suaves e ocorrerão ao longo da curva, como resultado de variações na quantidade de moeda; ou então a taxa de juros permanecerá constante como resultado da acomodação do estoque de moeda, sem qualquer resistência da AM e do sistema bancário, à demanda do público. É claro que nesta situação a demanda por moeda pelo motivo especulação não sofrerá alteração expressiva, o mesmo se observando em relação à distribuição dos agentes entre baixistas e altistas.

de moeda é um todo: sua subdivisão de acordo com os diferentes motivos que seus detentores tenham para reter moeda faz todo sentido do ponto de vista analítico, para entender comportamentos e decisões dos agentes, mas é de pouca utilidade do ponto de vista prático; não é provável que se consiga delimitar com clareza a fronteira entre tais subdivisões. Além disso, as parcelas que atendem cada motivo podem variar em montante, até à custa das outras, em função de mudanças nas expectativas, na PPL, na taxa de juros, etc., tornando estas fronteiras variáveis no tempo. Keynes, de certa forma, já reconhece isso no *Treatise*, tanto ao sugerir uma política monetária que consiste em deixar as esferas financeira e industrial “ter toda a moeda que elas queiram”, pois um dos efeitos de “mudanças na situação financeira” é alterar “a quantidade de moeda disponível para a circulação industrial” (KEYNES, 1971b, p. 227), como ao comentar a dificuldade de traçar uma linha divisória nítida entre os diversos balanços monetários. Mas ainda assim ele considerava adequado não só diferenciar os vários encaixes monetários, como associar a cada um uma velocidade de circulação específica, e, por fim, procurava analisar o efeito das variações nestes balanços e velocidades sobre a velocidade de circulação do estoque total de moeda. Na *Teoria Geral* a diferença de ênfase parece clara: só tem algum significado a velocidade-renda definida num contexto bem restrito, da moeda retida para fins transacionais e associada à circulação da renda; por outro lado, não há qualquer menção à velocidade de circulação associada à esfera financeira.

Diferentes argumentos podem ser apresentados como justificativa para essa diferença de ênfase. É possível, por exemplo, recorrer à disposição explícita do autor de não analisar os “detalhes monetários” nesta sua última

obra. Pode-se ainda mencionar as peculiaridades da classificação dos diversos balanços monetários em cada um destes seus dois últimos livros, ou então a sua preocupação, especialmente nos trechos mencionados da *Teoria Geral*, com o conceito de velocidade-renda, deixando de lado qualquer menção às transações e à noção correlata de velocidade de circulação. Parece, no entanto, possível procurar uma justificativa baseada na própria evolução conceitual do autor.

É fato que ao reformular o conceito de poupança, Keynes deixou de privilegiar a relação entre a propriedade de riqueza e o ato de poupar, preferindo associá-la à decisão de aplicar recursos em ativos com características diversas quanto à liquidez, rentabilidade e custos de manutenção. Tal alteração está relacionada a uma mudança de perspectiva do autor quanto ao tipo de interação entre as esferas de circulação financeira e industrial. Se a atividade financeira ainda permanece “altamente variável”, a possibilidade de suas flutuações afetarem o processo de geração da renda é agora reconhecida de forma categórica. Assim, enquanto o Keynes do *Treatise* aparentemente acreditava na possibilidade de separar as circulações financeira e industrial só com base em medidas monetárias¹⁵, as suas proposições de política econômica apresentadas na *Teoria Geral* sugerem por si sós o reconhecimento que a distinção analítica entre as diferentes parcelas do estoque de moeda não é algo que se concretize efetivamente em parcelas estáveis e relativamente estanques daquele total. Neste caso a dificuldade de traçar uma linha divisória nítida entre os balanços

¹⁵ Por exemplo, ao analisar a relação entre depósitos de poupança e depósitos à vista e, em particular, a conveniência de diferenciá-los quanto ao percentual que deve ser mantido como reserva para cada tipo de depósito (o compulsório), KEYNES (1971c) sugere que “qualquer mudança que torne mais fácil para o Banco Central considerar e tratar separadamente as circulações industrial e financeira é desejável” (p. 12).

monetários retidos pelos diferentes motivos, já reconhecida no *Treatise*, é assumida de forma plena só na *Teoria Geral*¹⁶.

Por isso conceitos como o de velocidade de circulação, sequer discutidos em sua última obra, ou mesmo o de velocidade-renda perdem importância em comparação ao tratamento que mereceram no *Treatise*. Nesta questão específica a continuidade da abordagem empregada pelo autor parece se limitar à reafirmação de sua opção anterior de só relacionar determinada parcela do estoque de moeda àquela parte das transações na qual ela efetivamente participa, como a definição sugerida para a velocidade-renda indica. Nem mesmo a constância desta ou qualquer outra velocidade da moeda tem ainda importância. O reconhecimento destas flutuações, no entanto, não tem a intenção pretendida por Moore. Não se trata aqui de admitir, por esta via, certa endogenia dos balanços monetários retidos pelo motivo transação, evitando deste modo incorporá-la explicitamente através de uma curva de oferta de moeda não-vertical. Este aspecto não é o relevante. A questão deve ser colocada em outros termos: o importante a analisar é que fatores induzem a flutuações na velocidade-renda, definida seja na forma restrita, ou então nos moldes tradicionais, e por fim qual o impacto disto na atividade econômica?

¹⁶ Expressa no *Treatise* (vide KEYNES, 1971b, p. 33) em uma terminologia similar à empregada na *Teoria Geral*, sua posição é, de todo modo, mais enfática nesta última obra: “o dinheiro guardado para cada um destes três motivos constitui, no entanto, um fundo único, que o seu detentor não precisa dividir em três compartimentos estanques, pois eles não podem ser nitidamente separados, nem mesmo em sua mente, e certa soma pode ser reservada primordialmente para um fim e, secundariamente, para outro” (KEYNES, 1985, p. 139).

É certo que no caso da velocidade-renda definida de forma ampla, as variações na distribuição de moeda entre os diferentes motivos para sua retenção tornam improvável a sua constância. Neste caso específico, mesmo que não esteja em curso qualquer mudança na interação entre as duas esferas de circulação, a mera flutuação no volume de transações financeiras ou da moeda envolvida na circulação dos ativos, derivada, por exemplo, da volatilidade inerente a este tipo de negócio, já gera oscilações na velocidade-renda. Por outro lado, admitida a ausência de qualquer mudança naquela interação, assim como a estabilidade dos diversos fatores estruturais, a velocidade-renda definida de forma restrita, em termos dos balanços transacionais, tenderia a se manter relativamente constante. No entanto, uma vez reconhecida a influência decisiva da esfera financeira sobre a circulação industrial, a questão óbvia a ser levantada seria justamente qual a relevância desta eventual estabilidade da velocidade-renda ou então de uma tentativa de delimitação nítida, em termos dos agregados monetários, da moeda retida pelos diversos motivos?

A menor importância atribuída por Keynes a estes dois aspectos pode, assim, representar uma justificativa adicional para a sua opção por uma abordagem exclusivamente fundada na preferência pela liquidez. Não se trata mais de analisar as oscilações da velocidade de circulação ou da velocidade-renda, nem de procurar explicitar concretamente as flutuações das diferentes parcelas do estoque de moeda. Maior relevância tem a análise dos deslocamentos ao longo da curva de preferência pela liquidez ou, então, dos deslocamentos da própria curva, ambos causados principalmente por alterações nas expectativas dos diversos agentes quanto à EM da moeda e dos outros ativos.

Mas esta opção de Keynes tem ainda um outro componente importante. No *Treatise* ele sugeria duas fontes de interferência da circulação financeira sobre a industrial: a primeira através de modificações na quantidade de moeda disponível para a circulação da renda e a segunda por meio de modificações no preço de demanda do novo investimento. A ênfase agora recai acentuadamente na segunda destas duas fontes de interferência: mais importante do que mudanças na distribuição dos recursos líquidos são as variações na taxa de juros e seus impactos na atividade econômica. Em outros termos, a questão central não é o efeito de mudanças nas expectativas sobre a distribuição do estoque de moeda e, em decorrência, sobre a velocidade-renda, mas sim o seu efeito sobre a taxa de juros¹⁷. De todo modo esta é uma perspectiva conceitual não considerada pelos horizontalistas, e não só por identificarem a PPL a uma nova versão da TQM. Na verdade, ao admitirem a taxa de juros como uma variável exógena, portanto não sujeita a variações decorrentes de modificações nas

¹⁷ “De modo geral ... uma alteração nas circunstâncias ou expectativas provocará um reajuste nas reservas líquidas individuais ... [mas] o que mais interessa é a mudança na taxa de juros e não a redistribuição dos recursos líquidos”. Por isto “o fenômeno essencial é o que ocorre no caso mais simples”, quando “todos os indivíduos têm opiniões e interesses semelhantes” e, portanto, “uma alteração nas circunstâncias ou nas expectativas não ocasionará qualquer deslocamento de moeda; apenas modificará a taxa de juros no grau necessário para contrabalançar o desejo que, ao nível anterior de juro, cada indivíduo sentia de ajustar suas reservas líquidas às circunstâncias ou expectativas novas” (KEYNES, 1985, p. 141). Posteriormente, em correspondência a Hawtrey, ele reafirma esta posição: “[m]eu argumento ... é que mudanças na preferência pela liquidez se refletem principalmente em mudanças na taxa de juros e não em mudanças nos encaixes ociosos” (KEYNES, 1987, p. 46). É interessante observar que é justamente no *Treatise*, obra na qual Keynes teria se colocado como defensor da endogenia monetária, que ele expressa preocupação com a possibilidade de restrição na disponibilidade de moeda para a circulação industrial. Já quando ele supostamente teria regredido para uma posição de defesa da exogenia, Keynes passa a dar menor importância a esta questão: o problema agora não seria mais a disponibilidade de moeda, mas a que taxa de juros ela estará disponível para a circulação da renda e, ainda mais importante, como esta taxa, na verdade a EM da moeda se relaciona com a rentabilidade dos ativos de capital.

expectativas, tais autores sequer consideram a hipótese de existir alguma relação entre as variações no desejo de reter recursos líquidos e a taxa de juros. MOORE (1989b) é explícito o suficiente acerca disto: “[q]ualquer excesso [deficiência] do aumento na oferta de balanços transacionais em relação ao aumento na demanda por balanços transacionais para reter ao longo do tempo pelo motivo transação ou como ativo irá *simplesmente* se refletir em uma queda [aumento] na razão balanços transacionais/não-transacionais, ou seja, em uma queda [aumento] na velocidade de transações e velocidade-renda da moeda. Isto é o que os economistas clássicos chamavam de ‘entesouramento’ [‘desentesouramento’]” (p. 482, grifo nosso).

Também Keynes procura estabelecer um elo de ligação entre suas concepções e o conceito clássico de entesouramento, sugerindo a sua substituição pela noção de “propensão a entesourar”. Esta seria “uma primeira aproximação do conceito de *preferência pela liquidez*”. E acrescenta: a “única coisa que a propensão do público a entesourar pode conseguir é fixar a taxa de juros que iguala o desejo global de entesourar ao encaixe disponível” (KEYNES, 1985, p. 126). Note-se que no caso da moeda-mercadoria, o encaixe total, representando o conjunto de encaixes ativos (transacionais) e ociosos (entesourados), poderia ser considerado como exogenamente fixado¹⁸. Deste modo, o ponto a ser enfatizado é que a compatibilização entre as variações na relação encaixes ociosos/encaixes transacionais e o total disponível de encaixes

¹⁸ Mesmo neste caso, no entanto, a função da moeda como meio de pagamento fornece a base para o desenvolvimento das relações de débito e crédito e para a criação de títulos de direito privado que acabam atuando como substitutos próximos da moeda. Vide a discussão a respeito nos itens IV.2. Demanda Efetiva e o Financiamento das Decisões de Gasto e V.5. Moeda e Inflação.

é realizada pela taxa de juros, que indica, para um dado estoque de moeda, a propensão a entesourar do público¹⁹. Mesmo correta, esta conclusão está de todo modo sujeita à seguinte objeção: à medida que os depósitos à vista tornaram-se amplamente aceitáveis como meio de pagamento, não é mais possível ignorar que os bancos, através da concessão de crédito, criam moeda, o que torna inviável considerar o estoque monetário como uma variável passível de controle estritamente exógena. Mas em que medida isto alteraria a conclusão anterior?²⁰ Para responder a esta questão é necessário analisar o comportamento do sistema bancário na criação da moeda. Por isso, e inclusive para entender o verdadeiro alcance da posição horizontalista, parece mais adequado centrar a discussão no que é realmente relevante: a formação da taxa de juros.

¹⁹ Veja argumentação no mesmo sentido em KEYNES (1987, p. 224). Na *Teoria Geral* ele ainda faz a sugestiva observação que o “hábito de não se dar a devida atenção à relação da taxa de juros com o entesouramento pode explicar, em parte, a razão pela qual o juro tem sido usualmente considerado como uma recompensa por não gastar, quando, na realidade, ele é a recompensa por não entesourar” (KEYNES, 1985, p. 126)

²⁰ Talvez Keynes tenha optado na *Teoria Geral* por uma abordagem mais enxuta, sem toda a riqueza de “detalhes” presentes no *Treatise*, justamente por considerar que o “fenômeno essencial” não se altera de forma fundamental com a presença da moeda bancária. Por outro lado, é fato que tal riqueza de “detalhes” contribuiu para diluir naquela obra a importância das concepções que posteriormente irão ganhar destaque na *Teoria Geral*, como a própria leitura de Moore sugere, ao praticamente ignorar questões como a diferenciação dos agentes em “baixistas” e “altistas”, a distinção das esferas de circulação e mesmo a rica discussão acerca da taxa de juros.

III.4. A Taxa de Juros de Curto Prazo e o Horizontalismo²¹

De início é necessário esclarecer a forma como os horizontalistas encaram esta questão. Ao comparar economias com moeda de crédito àquelas com moeda-mercadoria, Hicks parece ter delimitado com toda a clareza justamente o aspecto que estes autores consideram relevante: em uma economia com moeda de crédito é a “taxa de juros que se torna o mecanismo regulador efetivo e não a [q]uantidade de [m]oeda em qualquer sentido”. (HICKS, 1978, p. 80). Da mesma forma que Kaldor e Moore, Hicks contrapõe à moeda-mercadoria a moeda de crédito, ao mundo de teoria quantitativa, uma economia na qual esta teoria não mais conservaria sua validade; só que tal contraposição é agora enfocada de outra forma, através da dicotomia quantidade de moeda/taxa de juros.

Não há dúvida que tal dicotomia não faz muito sentido no interior da estrutura teórica sugerida por Keynes: a taxa de juros sobre a moeda é o “mecanismo regulador” em qualquer economia monetária, esteja ela baseada em uma moeda-mercadoria ou na moeda de crédito, já que representa a taxa de retorno “mais resistente à baixa”. É lógico que não é este o motivo da ênfase atribuída por aqueles autores à taxa de juros: o importante, neste caso, é que a verdadeira “variável exógena seria não a moeda bancária, mas a *política bancária*”, “representada, aproximadamente, pelas taxas de empréstimos” (HICKS, 1978, p. 77-78). Mas nos horizontalistas o papel atribuído à taxa de juros sofre outra modificação importante: o determinante na sua formação se

²¹ Esta parte da tese está, em grande parte, baseada no trabalho “Moeda endógena e teoria monetária da produção” (MEIRELLES, 1995).

desloca dos bancos em geral (da “*política bancária*”) para a autoridade monetária²². É nos trabalhos de Moore que esta discussão, em especial sobre as taxas de curto prazo, ganha maior detalhamento.

A sugestão básica deste autor é que as “taxas [de juros] de curto prazo são mais corretamente vistas simplesmente como um *mark up* relativamente estável sobre a taxa dos fundos federais, a qual é exogenamente administrada pelas autoridades monetárias” (MOORE, 1988a, p. 283). Mas, uma vez que o Banco Central controla o “preço de oferta marginal de fundos bancários” - no caso dos “Estados Unidos ...[,] a taxa dos fundos federais” -, e que a formação de preços no oligopólio bancário se dá via “*mark up* relativamente estável” (MOORE, 1989b, p. 480), parece claro que a AM tem sob seu controle a própria taxa de juros de curto prazo²³.

²² “o estoque de moeda será determinado pela demanda e a taxa de juros ... pelo Banco Central” (KALDOR, 1986, p. 24); “[a] taxa de juros ... é o único instrumento que está inteiramente sob controle do Governo”(p. 97).

²³ Também Keynes admite que a Autoridade Monetária possa controlar, até “com facilidade, a taxa de juros de curto prazo, não só pelo fato de não ser difícil criar a convicção que sua política não mudará sensivelmente em um futuro próximo, como também em virtude de a possível perda ser pequena, quando comparada com o rendimento corrente (a não ser que este chegue a ponto de ser quase nulo)” (KEYNES, 1985, p. 144). Note-se, no entanto, que as duas justificativas fornecidas pelo autor dão uma medida da dimensão desta sua hipótese. Em primeiro lugar, porque ele parece sugerir que para os ativos de curto prazo considerados, a AM teria melhores condições de interferir e de regular a distribuição do público entre “baixistas” e “altistas”. Em segundo lugar, porque dada a dimensão temporal de tais ativos, a possibilidade de se estabelecer um consenso adverso à política monetária, por exemplo a generalização de um “estado de baixa” e o conseqüente aumento da preferência pela liquidez, ocorreria, segundo Keynes, na eventualidade da taxa de juros de curto prazo pretendida pela AM ser muito baixa, não compensando os riscos de afastamento da liquidez plena. Em ambos os casos as expectativas dos agentes mantêm-se como elemento central na determinação dos juros, só que no tocante ao curto prazo elas seriam mais facilmente influenciadas pela AM.

Sem dúvida tal posição não implica necessariamente uma política monetária passiva. Ela simplesmente indica que o instrumento de intervenção da AM é exclusivamente o preço das reservas, nunca sua quantidade, e que sua política monetária é realizada via taxa de juros rígida no curto prazo. É por isso que a curva de oferta de moeda seria infinitamente elástica (horizontal) à taxa de juros assim fixada. Logo, “[v]ariações nos níveis fixados mudam a função de oferta monetária a *curto prazo* para cima ou para baixo, mas a curva de oferta de *curto prazo* permanece horizontal” (COSTA, 1994, p. 143). Neste caso, a intervenção da AM necessariamente induz deslocamentos verticais da curva de oferta, *nunca* mudanças de sua inclinação nula.

Mas é necessário observar que a horizontalidade da curva de oferta de moeda depende não somente da suposição que o Banco Central intervenha via preço de reservas estável no curto prazo. A hipótese que o *mark up* sobre o custo dos fundos seja “relativamente estável” desempenha um papel crucial na argumentação de Moore.

Entre os endogenistas parece ter sido ROUSSEAS (1986) quem inicialmente sugeriu a extensão de um mecanismo de formação de preços tipo *mark up* aos empréstimos bancários. Mas foi em Moore que esta hipótese

adotou a forma de uma curva de oferta de moeda infinitamente elástica²⁴. De todo modo, algumas dificuldades já foram apontadas em relação a este tipo de abordagem: i) embora reconheça que as evidências indicam a prática bancária de “algum tipo de formação de preços via *mark up*”, NIGGLE (1987) alerta, por exemplo, para a necessidade de empregar “outras *proxies* ... para os custos diretos [*prime costs*]”, em substituição à referência proposta por Rousseas, i. e. “a taxa dos fundos federais”, inadequada para vários tipos de empréstimos (p. 629-630). Neste caso, qual (ou quais) a(s) taxa(s) básica(s) que melhor representa(m) o custo dos fundos bancários? ii) LAUDADIO (1987) enfatiza a diferenciação, via taxa de juros, entre pequenos e grandes tomadores de empréstimo e alerta para o papel das diferenças na “estrutura dos mercados financeiros nos quais empréstimos de tamanhos diversos são feitos” (p. 640). Assim, em que medida uma abordagem tipo *mark up* pode incorporar a diferenciação entre os tomadores e a segmentação do “mercado de empréstimos comerciais”? iii) outras dificuldades apontadas procuram explorar o comportamento dos bancos quanto ao racionamento do crédito e a sua relação com a formação de preços; por exemplo, os bancos limitam o crédito somente via preços ou também recorrem a restrições quantitativas, já que “taxas de juros mais altas levariam a uma seleção adversa [dos clientes], na qual somente

²⁴ Como já mencionado ROUSSEAS (1989) não compartilha desta opinião de Moore: “[o] grau no qual a oferta de moeda é positivamente inclinada depende das políticas discricionárias do *Federal Reserve*” (p. 478). No entanto, a responsabilidade pela inclinação positiva da curva de oferta monetária parece recair exclusivamente sobre a AM e sua política de fixação do custo dos fundos bancários, pois no que se refere ao *mark up* os dois autores tem um ponto de vista comum: “[t]axas de juros são ... determinadas por um ... *mark up estável* sobre os custos diretos unitários” (ROUSSEAS, 1985, p. 142, grifo nosso).

tomadores de empréstimo” menos confiáveis iriam solicitar crédito? (WRAY, 1990a, p. 180); iv) por fim, em que medida informações sobre o grau de credibilidade do cliente - informações dispendiosas, não totalmente transferíveis e que demandam tempo para serem obtidas - são decisivas na concessão de empréstimos, ou então o determinante é tão somente a aceitação do preço fixado?²⁵

Mas o questionamento essencial parece ser outro. Para demarcá-lo é necessário retomar um pouco a intenção destes autores com a extensão do mecanismo de formação de preços *via mark-up* à taxa de juros. Rousseas pretende adequar a versão kaleckiana de *mark up* à formação de preços dos empréstimos bancários. Observa, por exemplo, que “o excesso planejado de capacidade, que desempenha um papel crítico na teoria original de preços de Kalecki, deve ser abandonado, já que os bancos geralmente mantêm seu excesso de reservas a um [valor] mínimo” (ROUSSEAS, 1987, p. 642). E complementa: “bancos são fixadores de preços e tomadores de quantidade nos seus mercados ‘varejistas’ de empréstimos, e tomadores de preços e fixadores de quantidade nos seus mercados competitivos ‘atacadistas’, onde disputam a matéria prima de seus negócios, determinando desse modo o custo de atrair fundos empregados

²⁵ WRAY (1990a, p. 177-188) faz uma minuciosa discussão do assunto, para concluir que “há sempre uma ‘franja de tomadores de empréstimo insatisfeita’ - aqueles que receberam nenhum crédito ou menos que o desejado” (p. 181). Logo, “considerações micro levam a restrições de crédito a nível macro” (p. 182). Na sua polêmica com Cardim de Carvalho, Nogueira da COSTA (1994) parece argumentar o contrário, que considerações a nível micro não afetam as conclusões horizontalistas a nível macro: “[t]emos uma concordância ‘micro’. A discordância é ‘macro’” (p. 145).

para 'produzir' seus empréstimos". Já MOORE (1989b) procura destacar a impossibilidade de excesso de moeda em uma economia com moeda de crédito: da mesma forma que em "serviços tais como cortes de cabelo (*sic*), a oferta de moeda não existe de forma independente da demanda" (p. 486). Mas no que se refere especificamente à formação de preços, ele compartilha dos pontos de vista de Rousseas: "[c]omo outros varejistas, bancos são tipicamente fixadores de preço e tomadores de quantidade nos seus mercados varejistas" (p. 479-480).

A ênfase nestas analogias acaba obscurecendo o que é específico do setor bancário. Sem dúvida que do ponto de vista da formação de preços é relevante o maior ou menor impacto de determinado setor na economia, seja ele composto de bancos ou até mesmo de salões de beleza. Mas não é esta a diferenciação que deve ser enfatizada aqui. O fato fundamental a observar é que a concessão de crédito representa para o banco a aquisição de um ativo. Ao conceder crédito os bancos estão tomando decisões cruciais quanto à composição de seu *portfolio* e quanto à sua liquidez. Se é para estabelecer analogias, tais decisões, principalmente pelo seu conteúdo, estão mais próximas das decisões de investir do que das decisões de produzir.

Ao contrário dos oligopólios industriais ou do setor de serviços, não é provável - nem há porque ser uma norma de conduta - que os bancos reajam a uma rápida expansão da demanda por sua "mercadoria", o crédito, somente com ajustes via quantidade; pelo simples fato que tal expansão do crédito eleva sua exposição, seus níveis de alavancagem. Ainda que os "novos" clientes não representem um grau de risco diferenciado em relação aos tomadores tradicionais de empréstimo, a incerteza incidente sobre o pagamento de todo e

qualquer empréstimo, ampliada pela expansão acelerada dos mesmos, justifica que os bancos tendam a fazer frente a este aumento da demanda também via ajuste de preços. Por mais especulativos - *à la* Minsky - que sejam, os bancos mantêm preocupação com a “relação entre empréstimos e ativos seguros, tais como títulos governamentais mais reservas, e com a razão entre empréstimos e patrimônio líquido [*ratio of loans to equity*]” (WRAY, 1990a, p. 179), para serem capazes de honrar seus compromissos no caso de inadimplência de devedores. Em suma, a *preferência pela liquidez dos bancos afeta sua disponibilidade de conceder crédito*. A um dado estado de preferência pela liquidez, um aumento acentuado da demanda por crédito tende a pressionar a taxa de juros sobre os empréstimos, elevando o *spread* em relação ao custo dos fundos²⁶.

Ainda assim pode-se argumentar que os bancos atuariam de uma forma similar àquela sugerida para a Autoridade Monetária na concessão de reservas: se sua preferência pela liquidez se altera, o resultado só se fará sentir no próximo curto prazo. Neste caso, mesmo diante da argumentação anterior, a curva de oferta de moeda continuaria horizontal, com possíveis deslocamentos

²⁶De um ponto de vista mais geral deve-se observar que os “banqueiros estão [sempre] diante de um problema incessante de ponderar um aspecto [a lucratividade de seus ativos] em relação ao outro [sua liquidez]” (KEYNES, 1971c, p. 59). CARVALHO (1993) afirma, no mesmo sentido, “que os bancos, como outros agentes, devem desenvolver estratégias de operação de modo a conciliar a busca da lucratividade com sua escala de preferência pela liquidez” (p. 120). O fato é que uma estratégia do tipo “*mark up* relativamente estável sobre o custo dos fundos bancários” não parece ser a solução para o problema mencionado por Keynes já no *Treatise*.

verticais tanto em função de mudanças no custo dos fundos como em função de variações no *mark up* estabelecido pelos bancos²⁷.

Sendo assim, ainda que se considere “*extremamente complexa a questão dos prazos na área financeira*” (COSTA, 1994, p. 143), é sobre ela que recairia o ônus de compatibilizar variações na preferência pela liquidez dos bancos com a curva de oferta de moeda horizontal no curto prazo. É a “sucessão de curtos prazos” - ou de “períodos de mercado” - que permitiria compatibilizar o comportamento dos “banqueiros, como produtores de serviços”, fixando preços e tomando quantidades, com eventuais ajustes via preços na transição de um período para outro, resultantes agora de variações na sua preferência pela liquidez²⁸.

²⁷ Talvez seja esta a intenção de Nogueira da COSTA (1994) ao sugerir que Moore “também admite que uma variedade de fatores afet[e] o tamanho do *mark up* sobre o custo por atacado das reservas” (p. 146).

²⁸ Note-se que a divergência entre Moore e Rousseas acerca da inclinação da curva de oferta monetária só é inteligível à luz das suposições distintas quanto à “questão dos prazos na área financeira”. Além de compartilharem a hipótese de um “*mark up* relativamente estável” (vide nota 24, neste item), os dois autores expressam a mesma opinião em relação ao papel da AM: “[s]omente uma política monetária restritiva do Banco Central, expressa por meio de um preço de oferta de reservas adicionais crescente, causa elevação da taxa de juros” (MOORE, 1995, p. 265). Portanto, no que se refere ao “processo de formação de preços no oligopólio bancário”, sua divergência parece se restringir à forma na qual as mesmas hipóteses sobre o papel da AM e sobre a estabilidade do *mark up* se refletem no “espaço juros/moeda”, provavelmente porque enquanto Rousseas supõe a permanente revisão da política monetária no interior do “curto prazo bancário”, Moore admite a sincronia destes dois tipos de “curto prazo” ou o define exclusivamente em relação à política da AM. Sugestão neste último sentido é o que parece ter em mente Nogueira da COSTA (1994) ao observar que “um diagrama para o mercado monetário deve retratar a função oferta de moeda de *curto prazo* como horizontal em níveis referenciados às taxas de juros fixadas pela AM, durante um *período de tempo* no qual estabeleceu uma faixa desejada para suas metas de taxas de juros” (p. 143).

Deste modo, a horizontalidade da curva de oferta de moeda passa também a depender de forma crucial da maior ou menor frequência com que os bancos se disponham a alterar o *spread* entre taxas de captação de recursos e de concessão de empréstimos. Mais uma razão para concluir que a “validade do argumento fica ... confinada ao curtíssimo prazo” (CARVALHO, 1993, p. 117). Na verdade, parece que ela se reduz à constatação que “[t]odo crédito é contratado a uma dada taxa de juros, sobre a qual os demandantes decidem a operação de empréstimo” (COSTA, 1994, p. 145). Não interessa se créditos a diferentes clientes são contratados a diferentes taxas, se alguns clientes tem mais crédito do que desejam, se outros tem menos do que necessitam, se hoje se contrata crédito a um preço, amanhã a outro. O relevante é que o crédito é contratado a um valor dado de taxa de juros e ao demandante só cabe a decisão de adquiri-lo ou não a este preço. Posto nestes termos não há do que discordar, já que o argumento torna-se genérico o suficiente para admitir diferentes perspectivas.

Que um bem ou serviço seja colocado à venda (ou vendido) a determinado preço, em função do qual os demandantes decidem ou não adquiri-lo no “período de mercado”, até caracteriza uma formação de preços do tipo *fix-price*, porque o preço - no caso específico, a taxa de juros - é fixado, por hipótese, *ex-ante*; mas isto não informa muito sobre o grau de rigidez na formação de seu preço *entre* períodos e até mesmo *entre* operações de crédito sucessivas. Neste caso, a tentativa de compatibilizar a preferência pela liquidez com a curva de oferta de moeda horizontal parece mais obscurecer a questão do que contribuir para o seu devido esclarecimento.

De toda forma, com base nesta última conclusão não se pode criticar horizontalistas como Moore e Kaldor, pois sua discordância da concepção de preferência pela liquidez é totalmente explícita. Já Hicks defende a validade desta concepção, embora se reserve o direito de interpretá-la à sua maneira²⁹. Mas ainda assim suas conclusões quanto ao *spread* entre taxas de captação e de concessão de empréstimos, mesmo que elaboradas num nível de abstração bem maior, são similares às proposições horizontalistas.

Partindo do modelo original de Wicksell e procurando analisar a relação juros/"incentivos ao dispêndio", HICKS (1978) observa que a "ampliação da margem [entre aquelas taxas] ... reduzirá a demanda por moeda ociosa; mas não afetará necessariamente a demanda por moeda para ser despendida". Por outro lado, "se ambas as taxas sobem, a margem entre elas permanecendo inalterada, o efeito sobre a despesa será mais provável". Conjectura então, sem uma justificativa mais explícita, "que quando se constrói um modelo simples de crédito puro, é adequado negligenciar a margem entre as taxas para empréstimos concedidos e obtidos, e falar apenas em uma única *taxa de juro*"³⁰ (p. 80). Sua justificativa para tal opção parece se apoiar na seguinte proposição, que vem à tona quando contrasta os modelos de Wicksell e Keynes: "é da natureza de um sistema bancário *competitivo* oferecer juros sobre os depósitos. O sistema bancário de Keynes não faz assim; portanto deve ser considerado não-competitivo" (p. 91). A partir disto é provável que seu raciocínio se baseie

²⁹ Em correspondência dirigida à Keynes, Hicks sugere isto: "[e]u sou um homem convencido da preferência pela liquidez, mas desejo alguma liberdade de escolha sobre a forma (ou formas) na qual a doutrina deve ser expressa" (KEYNES, 1987, p. 83).

³⁰ Note-se que na continuidade do texto, Hicks atribui este desenvolvimento ao próprio Wicksell: "[c]reio que foi isto o que, com efeito, Wicksell fez".

na seguinte argumentação: em uma economia com moeda endógena e, portanto, com um sistema bancário competitivo³¹, variações nas taxas de juros sobre os empréstimos concedidos devem induzir variações na mesma direção das taxas que os bancos se dispõem a pagar sobre os recursos captados - e vice-versa -, de forma que o *spread* possa ser considerado pouco sensível a estas mudanças no valor absoluto das taxas. Assim, o modelo de “uma economia de crédito puro” pode ser formulado em termos de uma taxa de juros única, sem perder em generalidade.

De todo modo, sendo ou não corretas, tanto a interpretação de Hicks acerca do modelo original de Wicksell, como a hipótese acima sobre sua justificativa para a validade de se empregar uma taxa de juros única, o importante a se destacar é que tal opção acaba por negar relevância à dita parcela ociosa do estoque de moeda. Se de fato a margem entre as taxas é pouco sensível à variação de seus valores absolutos, o mesmo comportamento deve ser esperado em relação à moeda ociosa. Assim o próprio HICKS (1978) parece tornar irrelevante aquele fator que, segundo ele, “mais do que qualquer outra coisa, ... torna a Teoria Quantitativa inaplicável a uma economia de crédito puro” (p. 80). Pois, neste caso, variações na taxa de juros, ao afetarem as decisões de gasto, provocam mudanças na parcela de moeda que efetivamente circula, enquanto a parte ociosa “permanece, substancialmente, constante”, exatamente o oposto de sua conclusão inicial (p. 80).

Em relação a este aspecto ao menos, a trajetória de evolução das concepções entre os trabalhos de Hicks e dos horizontalistas pode ser

³¹ Vale mencionar que para HICKS (1978) a endogeneidade da moeda bancária exige “um sistema bancário *competitivo* [que, portanto, possa] oferecer juros sobre os depósitos” (p. 91).

compreendida como a passagem da irrelevância à inexistência desta parcela ociosa do estoque de moeda. A operação é simples, bastando generalizar ao extremo as características da economia com cobertura (*overdraft economy*). A generalização das linhas de crédito pré-estabelecidas torna desnecessária a parcela ociosa do estoque de moeda e o vínculo entre moeda e renda pode ser plenamente restabelecido.

Mas a opção de Hicks pela relativa estabilidade da margem entre taxas de captação e de concessão de empréstimos significa simultaneamente atribuir uma validade bem restrita à preferência pela liquidez dos bancos, já que esta se manifesta também por variações naquele *spread*. Do mesmo modo, tal opção parece turvar a distinção sugerida inicialmente entre a variável exógena proposta por Hicks - “a política bancária”- e a alternativa horizontalista - “a taxa de juros [de curto prazo], determinada pelo Banco Central”. De fato, sua conclusão que em uma “[e]conomia com cobertura (ou numa [e]conomia com um grande setor com cobertura), o sistema bancário é muito mais poderoso” (HICKS, 1987, p. 46), parece ser bastante atenuada. Considerando que a margem entre as taxas permanece “inalterada” e que em uma economia do tipo *overdraft* a relação entre os bancos e a AM tende a reproduzir a relação entre as empresas com cobertura e o sistema bancário³², é na verdade a AM que realmente se torna “muito mais poderos[a]”, ao menos no que tange ao seu arbítrio sobre a taxa de juros: ao fixar a taxa de referência ela determinaria a “política bancária” e com esta as “taxas de empréstimo”.

³² “Quanto mais entrelaçado se torna o sistema bancário, mais a relação entre os bancos membros e o Banco Central se aproxima da forma de setor com cobertura. Os membros são tão independentes com relação ao centro quanto a empresa que se apóia em coberturas depende de seu banco” (HICKS, 1987, p. 45-46).

Paradoxalmente a AM seria submissa ao mercado no que se refere ao controle sobre a quantidade de moeda; afinal esta “é fornecida pelos bancos na medida das necessidades do [próprio] mercado” (HICKS, 1978, p. 77). A este sistema bancário, que opera de um lado satisfazendo a demanda do público por moeda de crédito e de outro mantendo estável o *spread* entre taxas de captação e de concessão, resta somente o papel de correia de transmissão da política de juros da AM e da demanda do público por empréstimos. Algo muito distante mesmo do sistema bancário como um “agente livre”, não só capaz de, como também disposto a, regular a distribuição do público entre os sentimentos “baixista” e “altista”, como sugeria Keynes no *Treatise*, ainda otimista com as potencialidades da política monetária.

Por outro lado, Hicks procura atribuir em geral outro papel à PPL: o que seria afetado pelo seu aumento “não é a ‘taxa de juros’ (no sentido da taxa marginal de substituição entre títulos e moeda), mas o diferencial [*spread*] entre taxas de curto e longo prazo” (HICKS, 1987, p. 39). Em relação à segunda parte da assertiva não há do que discordar. Mesmo a ausência de “detalhes monetários” na *Teoria Geral* não impediu KEYNES (1985) de observar, por seguidas vezes, que a taxa de juros mencionada significava “o complexo das várias taxas correntes para os diferentes períodos, isto é, para dívidas de maturações diferentes” (p. 122, nota 1)³³. Assim, parece legítimo supor que ele considerava a determinação da taxa de juros pela preferência pela liquidez também como a determinação de sua dispersão entre taxas de curto e longo prazos. Além disso, não parece lógico considerar relevante a PPL na determinação do *spread* entre taxas de captação e concessão de empréstimos e

³³ Vide ainda p. 102, nota 1 e p. 107, nota 7.

desconsiderar seu efeito sobre o *spread* entre taxas de curto e longo prazos, até porque o sistema bancário que faz a intermediação entre unidades superavitárias e deficitárias é o mesmo que realiza a transição entre passivos de curto e curtíssimo prazo e um ativo de prazo superior.

Mas a intenção de Hicks com essa ênfase no papel da preferência pela liquidez como definidora da estrutura temporal da taxa de juros parece ser outra. Ele pode deste modo contrastar sua visão com aquela que seria, na sua opinião, a concepção expressa na *Teoria Geral*: a preferência pela liquidez determinando exclusivamente a “taxa marginal de substituição” entre a moeda e as obrigações, os títulos de longo prazo. Keynes teria desconsiderado em seu modelo qualquer “forma de empréstimo ... exceto a longo prazo”. Neste caso haveria uma hipótese implícita na *Teoria Geral*: seu sistema bancário foi considerado “não-competitivo”; “só o mercado de capitais”, que “se reduz ao mercado de títulos de longo prazo”, é tratado como competitivo. Por isso Keynes teria podido supor “a oferta de moeda (que evidentemente deve ser considerada como sendo moeda bancária) como exógena” e, ao mesmo tempo, a preferência pela liquidez como a “ponte” entre aquela oferta e a “única taxa de juros” que é levada em consideração. Este também “seria o motivo porque “o ‘urso’ [*bear*] dos valores a longo prazo tem que conservar, na prática, moeda ociosa, e não pode emprestá-la a curto prazo, como sem dúvida gostaria de fazer” (HICKS, 1978, p. 91-93). Aí estaria a origem da demanda especulativa por moeda em Keynes, “um fenômeno especial, não geral. Nós não precisamos

torná-la essencial à operação do [s]istema [f]inanceiro” (HICKS, 1967, p. 49)³⁴.

Quanto aos empréstimos e taxas de curto prazo vale reafirmar que Keynes empregou o conceito de taxa de juros como uma formulação geral para se referir ao “complexo das várias taxas”. É possível criticar a legitimidade desta opção, mas não se pode simplesmente desconsiderá-la, restringindo sua abordagem à taxa de longo prazo³⁵. De qualquer forma, ele reconhece uma maior dificuldade na regulação de taxas de juros incidentes sobre débitos de prazos mais longos, o que também contribuiu para o seu ceticismo acerca da eficácia da política monetária como instrumento isolado de política econômica.

III.5. Taxas de Juros (de Longo Prazo), Expectativas e Horizontalismo

Também Moore sugere a possibilidade de dificuldades na regulação da taxa de juros de débitos de maior prazo. Faz isto ao restringir às taxas de curto prazo o caráter exógeno atribuído aos juros. E por este motivo propõe que as taxas de longo prazo seriam “determinadas pelas expectativas [dos agentes] em

³⁴ O esforço por reduzir as concepções de Keynes a um caso particular é um traço característico da interpretação de Hicks, já explicitado desde seu célebre artigo “Mr Keynes and the Classics” (1937); a “*Teoria Geral do Emprego* é a teoria econômica da Depressão”. Vide no mesmo sentido HICKS (1978, p. 99 ; 1987, p. 32). Vide ainda a discussão acerca da demanda especulativa por moeda nos itens V.2. A Moeda na *Teoria Geral*, HICKS e o Horizontalismo e V.3. Demanda por Moeda e Especulação.

³⁵ Mesmo o reconhecimento do tratamento extremamente sintético dado por Keynes à questão e a necessidade de aprofundá-lo em um espírito que vai de encontro a algumas sugestões do próprio HICKS (1967, 1987) não eliminam o fato que a formulação apresentada na *Teoria Geral* e nos escritos posteriores pretendia considerar o conjunto das taxas de juros. A respeito da relação entre preferência pela liquidez e estrutura temporal da taxa de juros vide ainda MOTT (1985-86) e WELLS (1983).

relação ao comportamento *futuro* do Banco Central na definição das taxas de curto prazo” (MOORE, 1989b, p.487), indicando, portanto, que elas estariam sujeitas às eventuais oscilações das expectativas quanto à política futura da AM.

WRAY (1990a, p. 176-179) apresenta objeções de diferentes autores a esta concepção de formação das taxas de longo prazo. Joan Robinson, por exemplo, teria sugerido que tal concepção faz tanto sentido quanto o argumento inverso, que as taxas de curto prazo se baseariam nas expectativas acerca das taxas de longo prazo³⁶. Já Kahn teria demonstrado a possibilidade das taxas de curto e longo prazos evoluírem em sentidos contrários, tornando improvável que as últimas sejam formuladas com base em expectativas acerca das primeiras. Por fim, o próprio WRAY (1990a) questiona a validade deste tipo de associação entre as taxas de curto e longo prazos, observando que nas condições atuais o tempo de retenção dos ativos financeiros de longo prazo, pelos agentes individuais, vem se aproximando do tempo de retenção dos ativos financeiros de curto prazo (p. 191, nota 21).

É possível ainda levantar uma objeção adicional. A introdução das expectativas, na forma sugerida por Moore, parece não diminuir de modo significativo o grau de arbítrio que a AM manteria mesmo sobre as taxas de longo prazo. Afinal, se ela pode fixar as taxas de curto prazo - tanto as correntes, como as futuras - e se há uma relação estreita entre estas e as taxas de longo prazo, pode-se concluir que uma ação determinada e coerente do Banco

³⁶ MOTT (1985-86) também reproduz este argumento de Joan Robinson, associando-o às críticas da autora às formulações sobre a taxa de juros propostas por Kaldor e Hicks (p. 225-226).

Central seria capaz de estabelecer um elevado grau de consenso dos agentes em torno de sua política de juros, e assim consolidar suas metas para o longo prazo.

De fato MOORE (1989b) parece, em determinado momento, sugerir algo nesta direção: “[c]omo o futuro não pode nunca ser conhecido previamente de forma precisa, ... [a]s expectativas [em relação à política futura do banco central] não serão mantidas de uma maneira firme pelos participantes do mercado, e assim [eles] estarão normalmente receptivos a uma direção clara por parte das autoridades. Entretanto, [ter] credibilidade aqui é crítico. A habilidade da Autoridade Monetária influenciar as taxas de longo prazo dependerá de sua habilidade de arrastar o mercado consigo” (p.487). Enfim, a questão se reduz à credibilidade da AM, algo que, uma vez adotadas as hipóteses horizontalistas, não parece tão difícil de ser alcançado. Conhecedora de seu poder, bastaria à AM a persistência por longo período em uma política de juros coerente e de conhecimento público prévio.

No entanto, em artigo mais recente MOORE (1995) procura negar esta dimensão às suas conclusões. Ao comentar a observação de WRAY (1992c), segundo o qual a posição horizontalista em relação às taxas de curto prazo acabaria “permit[indo] ao Banco Central determinar, na essência, todas as taxas de juros” (p.1156), MOORE (1995) reafirma que os “[b]ancos centrais ... administram diretamente *somente* algumas poucas *taxas de curto prazo* chaves (nos Estados Unidos, a taxa de desconto e a taxa dos fundos federais). As outras taxas de curto prazo no atacado estão ligadas de forma próxima às taxas dos fundos federais via arbitragem. As taxas administradas de curto e longo prazos no varejo diferem das taxas no atacado por *mark ups* discretos mas variantes,

sobre os quais o BC [Banco Central] tem pouco ou nenhum controle direto. As taxas de longo prazo no atacado dependem das expectativas dos participantes do mercado de capitais em relação ao nível futuro das taxas de curto prazo, i.e. [de suas expectativas] em relação à política futura ... do Banco Central na determinação das taxas de juros e de câmbio e , portanto, [de suas expectativas] em relação às futuras condições econômicas. Tais expectativas não podem ser diretamente controladas pelo BC” (p.263).

Obviamente que a polêmica não se trava aqui em torno do “controle direto” da AM sobre as “expectativas” ou sobre os “*mark ups*”. Dificilmente qualquer economista, incluídas aí as diversas correntes de pensamento econômico, sugeriria a existência de tal “controle direto” em nossa economia de mercado. Mas se o BC detém o “controle direto” das taxas básicas, se as outras taxas de curto prazo no atacado estão “ligadas de forma próxima” àquelas taxas, se as taxas de longo prazo no atacado dependem das expectativas dos agentes em relação a uma “política futura” que *é estipulada* pelo BC e se as taxas no varejo são formadas segundo *mark ups* diferentes de acordo com o prazo de maturação dos débitos, mas todos “relativamente estáveis”, parece lógico que a AM *detém pelo menos a possibilidade de regular*, senão de determinar, todo o espectro de taxa de juros. Em relação aos *mark ups* não é necessário admitir qualquer “controle direto”, se a suposição de sua relativa estabilidade continua válida. Quanto às expectativas dos agentes parece suficiente a disposição da AM de persistir com determinada política de taxas de curto prazo, fornecendo deste modo uma “direção clara” ao mercado. A “credibilidade” alcançada pela

coerência no desenvolvimento desta política permitiria estabelecer o consenso do mercado em torno de suas metas³⁷.

Vale observar que para Keynes é justamente nestas situações de consenso mais generalizado que a administração monetária perde sua eficácia. De fato, do seu ponto de vista é a “*diversidade de opiniões*” que tornaria o sistema sensível

³⁷ No entanto, é possível contrapor a estes argumentos a ressalva que “as futuras condições econômicas” podem impedir a AM de persistir na mesma política. Por exemplo, no caso de uma crise cambial imprevista, que a obrigue a elevar as taxas de curto prazo. De todo modo, após o “*fine tuning*” das taxas básicas estariam de novo dadas as condições para a AM recuperar sua credibilidade. Por outro lado, é necessário frisar que é pelo menos impreciso identificar “as expectativas dos participantes do mercado de capitais em relação à política futura ... do Banco Central” e suas expectativas “em relação às futuras condições econômicas”. Salvo melhor explicação, a taxa de juros de longo prazo no modelo horizontalista não depende, pelo menos diretamente, das expectativas dos agentes acerca “do estado futuro do mundo”, mas de suas expectativas acerca da “reação futura a esse estado por parte das autoridades monetárias” (vide em sentido contrário Nogueira da COSTA, 1994, p. 143). Assim, na medida que “as futuras condições econômicas” permitam à AM persistir em sua política de taxas de curto prazo, estarão dadas as condições para ela estabelecer o consenso no mercado, mesmo porque o papel dos agentes parece se limitar à arbitragem entre taxas, sem contudo afetar os *mark ups*! Não há qualquer menção à possibilidade destes agentes “especularem” contra a política, corrente ou futura, da AM, caso, por exemplo, discordem de sua visão sobre “as futuras condições econômicas”.

à política monetária³⁸. Por este motivo, quando o consenso dos agentes se estabelece em torno de um “estado de baixa” - com uma preferência pela liquidez “virtualmente absoluta” - ou então, em torno de um “estado de alta” - quando o “excesso de otimismo triunfa sobre uma taxa de juros que, julgada a sangue frio, seria considerada alta demais” - , as limitações da política monetária viriam à tona com toda a intensidade.

Mas tendo como horizonte a formulação de uma política econômica voltada a garantir o pleno emprego, Keynes reconhece, mesmo em situações distantes dos casos-limite mencionados acima, as dificuldades de alcançar tal objetivo exclusivamente pela via da administração da moeda. A combinação de uma “taxa de juros a longo prazo convencional e bastante estável com uma eficiência marginal do capital inconstante e altamente instável” (KEYNES, 1985, p. 144) seria a fonte destas dificuldades. Deste modo, é necessário, de um

³⁸ Este aspecto está elaborado em maior detalhe no *Treatise on Money*. Neste livro o autor qualifica, segundo o grau de consenso/diversidade de opinião dos agentes, 4 tipos diferentes de “mercados especulativos” e analisa situações de transição de um a outro destes tipos (KEYNES, 1971b, p. 225-230); por exemplo, ele observa que em um mercado ‘altista’, “à medida que o preço dos títulos [*securities*] tenha subido o suficiente em relação à taxa de juros de curto prazo, de forma a provocar uma diferença de opinião em relação às previsões, uma tendência ‘baixista’ começará a se desenvolver” (KEYNES, 1971b, p. 229). Fazendo a ressalva que Keynes não distingue no termo *securities* entre títulos de dívida, ações e mesmo o emprego como representação praticamente direta do estoque de capital, pode-se notar que o autor sugere no trecho anterior que a aproximação ou distanciamento entre as taxas [dos ativos] de longo prazo e as taxas de curto prazo estimularia as transições entre aqueles tipos diversos de mercado, o que por si só já indicaria sua distância de uma perspectiva de formação das taxas de longo prazo com base nas “expectativas ponderadas dos participantes do mercado financeiro acerca das futuras taxas de curto prazo”, como sustenta MOORE (1988a, p. 253-254). Por outro lado, talvez por admitir uma maior propensão dos mercados a um comportamento tipo *herd instinct* e, portanto, por reconhecer dificuldades adicionais de regular o sistema pela via monetária, Keynes não tenha na *Teoria Geral* entrado em tantos detalhes. De toda forma, também nesta obra ela enfatiza a importância da “*diversidade* de opiniões” para a sensibilidade do sistema à administração monetária (vide em particular os trechos à p. 125).

lado, incentivar a EMC, sugerindo para este fim uma espécie de regulação pública do “volume corrente do investimento” e, de outro, um esforço para romper com aquela convenção, procurando forçar a redução dos juros. Vale lembrar que o caráter convencional, atribuído aqui aos juros, resulta de sua hipótese mais geral acerca da formação de expectativas: KEYNES (1985) sugere que diante de uma precária base de conhecimento sobre o futuro, os agentes tendem a se guiar pela opinião média dos mercados e “supor que a situação dos negócios continuará por tempo indeterminado”, em um procedimento tido como convencional (p. 112). A própria precariedade das bases sobre as quais se assenta esta convenção justificaria, no entanto, a expectativa de revertê-la em um sentido favorável à redução dos juros. Com este intuito, KEYNES (1985) sugere substituir, na administração da moeda, a “taxa de desconto única para títulos a curto prazo, por uma oferta complexa do Banco Central de comprar e vender a preços fixados os títulos e papéis de primeira linha de qualquer prazo” (p. 145).

Sua intenção de ampliar por esta via a eficácia da política monetária não lhe impediu, no entanto, de delimitar as dificuldades que ainda assim persistem, decorrentes, por exemplo, da armadilha pela liquidez ou de aspectos técnicos da intermediação financeira, e que podem barrar uma queda mais acentuada dos juros. Alude ainda a situações específicas, como a crise hiperinflacionária na Rússia e Europa Central e a crise deflacionária nos EUA, para exemplificar as dificuldades da regulação monetária do sistema (vide KEYNES, 1985, p. 145-146).

A mensagem é clara: a eficácia da administração monetária e sua capacidade de regular adequadamente a taxa de juros dependem de um padrão de expectativas que se distancie daquelas situações-limite, além da existência de certo grau de diversidade de opiniões entre os agentes. Aí está a origem do crescente pessimismo de Keynes com a política monetária como instrumento isolado de política econômica. Um pessimismo que Moore constata, mas parece não compreender. Afinal, como ser pessimista quando se admite o controle exógeno do estoque de moeda por parte da AM?³⁹. Bem ao gosto dos monetaristas, política monetária torna-se aqui sinônimo de controle sobre os agregados monetários. Para Keynes, no entanto, mesmo quando implementada por meio de algum controle sobre a quantidade de moeda, o objetivo da política

³⁹“Keynes tornou-se ... extremamente pessimista sobre a eficácia da política monetária, mesmo admitindo controle exógeno do estoque de moeda pelo Banco Central” (MOORE, 1988a, p. 178). Em artigo mais recente MOORE (1995) critica a posição de WRAY (1992c) em defesa da endogeneidade tanto da taxa de juros como da quantidade de moeda, afirmando que se isto de fato ocorresse a “política monetária não teria nenhum efeito na economia, já que a Autoridade Monetária não poderia afetar diretamente nem a moeda, nem as taxas de juros”. E complementa: “[o] argumento que o Banco Central não tem poder para afetar variáveis nominais ou reais dificilmente pode ser visto como keynesiano!” (p. 261). Este trecho revela mais uma vez a propensão horizontalista de pensar sempre com base em dicotomias definitivas, do tipo horizontalismo/verticalismo, moeda de crédito/moeda-mercadoria, taxa de juros/quantidade de moeda. A simples idéia de uma curva de preferência pela liquidez que possa se deslocar sob o impacto de mudanças nas expectativas, e da quantidade de moeda sendo afetada pela preferência pela liquidez dos emissores de moeda bancária, de forma que as duas variáveis sejam vistas como endógenas, torna-se uma heresia; pois ou se tem controle sobre a quantidade de moeda (monetarismo, economia com moeda-mercadoria) ou então sobre a taxa de juros de curto prazo (horizontalismo, economia com moeda de crédito). Em suma, só haveriam estas duas variantes de política monetária (vide ainda a respeito a resposta de WRAY, 1995). Por outro lado, a ênfase em tais dicotomias reforça a noção que neste debate o monetarismo teve, de certa forma, uma dupla vitória. Ele não só convenceu grande parcela da audiência econômica que a quantidade de moeda determina preços; talvez mais importante do que isto, ele convenceu parte expressiva dos seus próprios adversários acerca dos termos nos quais o debate deveria ser travado.

monetária é regular a taxa de juros. E, sem dúvida, ele não atribuía à AM a onipotência que os horizontalistas parecem lhe atribuir na regulação desta taxa. Mesmo porque, se a AM de fato detivesse esse poder, bastaria sua persistência em uma política de juros adequada para se alcançar um elevado nível de emprego, com o que a questão do desemprego, nos termos propostos por Keynes, não faria muito sentido⁴⁰.

Em uma abordagem do tipo horizontalista toma-se, sem dúvida, mais difícil localizar na rigidez à baixa da taxa de juros as dificuldades de se estabelecer um elevado nível de emprego. MOORE (1988a) procura, ainda assim, fazer uma ponte com aquela proposição de Keynes recorrendo a argumentos técnicos associados à intermediação financeira: em sua opinião os custos da intermediação já justificariam um “piso positivo” para a taxa de juros, tornando desnecessário qualquer outro expediente para justificá-lo (p. 247-248). Também Keynes emprega explicitamente este argumento; no entanto, o cerne de sua justificativa está centrado em outras considerações, como o já mencionado caráter convencional dos juros ou ainda a sugestão implícita da armadilha da liquidez.

⁴⁰ Wray sugere as mesmas conclusões ao observar que a consequência das posições horizontalistas é similar à pretensão do monetarismo de obter preços estáveis e pleno emprego através de uma regra monetária rígida; só que neste caso seria suficiente que o “Banco Central abaixasse as taxas de juros [para] que o pleno emprego fosse alcançado” (WRAY, 1990a, p.192, nota 26). MESSORI (1991), em um contexto um tanto diferente, sugere uma conclusão similar: seguindo o horizontalismo, que ele denomina “teoria monetária pós-keynesiana, seria suficiente que o Banco Central fixasse uma taxa de desconto apropriada para assegurar que a restrição monetária (exógena) não refreasse a atividade econômica” (p. 148). Nesta crítica de Messori pode-se questionar se a “restrição monetária” é de fato exógena, mas não se pode negar que os bancos e mesmo os agentes econômicos com maior preferência pela liquidez podem criar barreiras à liberação/criação de moeda para a circulação industrial.

Parece claro que neste caso a restrição básica para a queda dos juros não tem origem nos custos de intermediação. De fato, mesmo um esforço persistente da AM no sentido de reduzir os juros pode esbarrar em primeiro lugar na disponibilidade dos agentes de se afastarem da liquidez. Tal possibilidade é tanto maior, quanto menor for o valor da taxa de juros pretendida pela AM, já que a sua queda irá reduzir a compensação que os juros representam para os riscos de afastamento da liquidez. No limite pode se desenvolver uma situação como a da armadilha da liquidez, na qual “todos prefiram manter recursos líquidos a conservar uma dívida que rende uma taxa juros tão baixa” (KEYNES, 1985, p. 146).

Tomando estas considerações como base, é frequente a associação da armadilha da liquidez, e mesmo de situações similares, caracterizadas pelo desejo de reter uma maior quantidade de recursos líquidos, a valores necessariamente muito baixos de taxa de juros, possivelmente próximos daquele piso estabelecido pelos custos de intermediação. Vale lembrar que o próprio Keynes considerou não só que “[v]ia de regra ... a curva de preferência pela liquidez, que relaciona a quantidade de moeda à taxa de juros_(j) é dada por uma curva regular” (KEYNES, 1985, p. 124), como obviamente também admitiu uma relação inversa entre aquelas duas variáveis, o que parece sugerir que o limite inferior daquela curva só seria alcançado a valores bem baixos de taxas de juros.

Há, no entanto, um equívoco nesta forma de colocar a questão. Não há dúvida que em um estado normal de expectativas situações como a da armadilha da liquidez tendem a ocorrer a valores bem baixos de taxa de juros. Mas o

mesmo não se pode dizer em relação a situações de muita incerteza, como aquelas “que acompanham um colapso da eficiência marginal do capital”. Nestes casos o aumento da preferência pela liquidez pode provocar uma elevação daquele piso, deixando claro que o estado de expectativa dos agentes é o elemento básico da rigidez à baixa da taxa de juros⁴¹. De fato, após justificar a “preferência pela liquidez L_2 ” com base na incerteza quanto ao futuro, KEYNES (1985) conclui que “entre certo montante [de moeda] e certa taxa de juros r não haverá relação quantitativa definida” (p.143), sugerindo assim que a sua hipótese quanto à regularidade da relação geral entre moeda e juros - a curva de preferência pela liquidez regular - está condicionada à estabilidade das expectativas. Se a persistência da AM em uma política de reduzir os juros não alterar o estado de expectativas, seu efeito será então o de ampliar o leque de agentes que se tornam baixistas em relação ao valor futuro dos títulos e obrigações, optando por permanecer no curtíssimo prazo; no limite, quando a taxa de juros for suficientemente baixa, todos se tornarão baixistas, tendo-se alcançado assim a máxima redução possível dos juros⁴². Mas é possível que

⁴¹ O “pessimismo e a incerteza a respeito do futuro que acompanham um colapso da eficiência marginal do capital suscitam, naturalmente, um forte aumento da preferência pela liquidez e, conseqüentemente, uma elevação da taxa de juros” (KEYNES, 1985, p. 219).

⁴² Esta é a situação característica da armadilha da liquidez. KEYNES (1985) alude em outro trecho da *Teoria Geral* à uma situação similar: “é possível que haja uma opinião tão unânime sobre a futura taxa de juros que uma ligeira variação [obviamente, uma redução] nas taxas atuais determine um movimento maciço em direção à busca da liquidez” (p. 125). Observe que nestes casos admite-se que os agentes esperam, de forma consensual, que a taxa futura de juros seja maior que a atual. Tal consenso elimina qualquer possibilidade de influência sobre a taxa de juros por parte da AM, no sentido que ela não tem mais meios para promover sua redução adicional. No esquema IS-LM tal situação estaria representada pelo trecho horizontal da curva LM. MOORE (1988a, p. 322-323) vê na possibilidade de estender esta horizontalidade a toda a curva LM um comportamento análogo ao de sua curva de oferta de moeda. Deve-se, no entanto, esclarecer que em Keynes a armadilha da liquidez representa uma situação de perda de influência da AM sobre a taxa de juros, enquanto no *approach* horizontalista há sempre controle exógeno dos juros.

uma política monetária expansionista, materializada em “um acréscimo considerável de quantidade de moeda”, ocasione “tal incerteza quanto ao futuro que a preferência pela liquidez decorrente do motivo precaução po[ssa] ser fortalecida” (KEYNES, 1985, p. 125). Neste caso aquele piso será alcançado mais cedo, já que a alteração no estado de expectativas eleva o valor de taxa de juros, no qual todos se tornam baixistas⁴³.

Fica clara aqui a noção de taxa de juros como uma medida de eficiência marginal da moeda, já que ela indica o valor que os agentes, a um dado estado de expectativa, atribuem ao rendimento implícito daquele ativo, à sua liquidez. Por outro lado, esta discussão também enfatiza a necessidade de estabelecer uma distinção mais nítida entre demanda por moeda e preferência pela liquidez, como propõe WRAY (1992a,b,c) em diversos artigos⁴⁴. Enquanto a primeira deve ser analisada à luz das necessidades de recursos líquidos para as circulações industrial e financeira e da disponibilidade da AM e do sistema bancário em criar moeda, a segunda deve ser associada principalmente à determinação da taxa de juros. Tal distinção é particularmente importante no contexto da moeda bancária. Neste caso em particular, o aumento da preferência pela liquidez, normalmente compartilhado pelos agentes bancários e não-bancários, deve se traduzir em aumento da taxa de juros e na contração do crédito; por outro lado, a expansão dos agregados monetários, principalmente

⁴³ Vale lembrar que, do ponto de vista da preferência pela liquidez L_2 , “o que importa não é o nível *absoluto* de r , mas o seu grau de divergência quanto ao que se considera um nível razoavelmente *seguro* de r ” (KEYNES, 1985, p. 143). O efeito de uma maior preferência pela liquidez é aumentar o valor de taxa de juros admitido como seguro.

⁴⁴ Com uma sugestão no mesmo sentido, WELLS (1983) critica a opção dos “pesquisadores convencionais ... [por] congelar o estado de preferência pela liquidez e então postular funções demanda por moeda estáveis e elásticas aos juros” (p. 525).

via endividamento e emissão de moeda bancária, está em geral associada a momentos de baixa preferência pela liquidez e taxas de juros relativamente menores. De toda forma, o que pode ser visto como um grande inconveniente deste tipo de associação entre preferência pela liquidez e taxa de juros é a ênfase, de forma excessiva, em uma dependência dos juros em relação às expectativas, sublinhando os elementos de subjetividade na determinação desta variável.

De fato, este parece ser um dos questionamentos implícitos do horizontalismo. Neste sentido é sintomático o recurso a certos argumentos de Robertson sobre a determinação da taxa de juros em Keynes. MOORE (1988a), por exemplo, parece concordar com aquele autor: “[q]ualquer teoria puramente monetária da taxa de juros, como a teoria da preferência pela liquidez, parece ... ser deixada ‘pendurada pelos seus próprios cordões’ [*hanging by its own bootstraps*]” quando apresentada como uma teoria de longo prazo” (p. 236)⁴⁵. Ao tornar a taxa de juros uma variável exógena, o horizontalismo resolve, pelo menos parcialmente, esta questão: elimina aquela indeterminação, atribuindo a um agente externo o poder de fixá-la. Aparentemente, no entanto, este grau de objetividade não é o suficiente; para ampliá-lo MOORE (1988a) define certos

⁴⁵ Talvez fique mais clara a opinião de Robertson se recorrermos a outro trecho de sua autoria, sobre os juros em Keynes: “[a] taxa de juros é o que é pela expectativa que seja diferente. Se não há expectativa que ela seja diferente, não há nada que nos diga porque ela é o que é” (citado em CHICK, 1989, p. 41 e em COSTA, 1991, p. 221). Também GAREGNANI (1989) sugere que “na ausência de ... explicação ulterior, estas expectativas introduzem um sério elemento de indeterminação na teoria” de Keynes sobre as taxas de juros (p. 208). MOORE (1988a) reconhece explicitamente esta mesma indeterminação, mas motivado por outros aspectos da formulação de Keynes: a teoria da taxa de juros com base na preferência pela liquidez é “infelizmente ... indeterminada”, pois “a demanda por moeda e o nível de taxa de juros vari[am] com o nível da renda e assim retroa[gem] afetando o gasto em investimento”, o que caracterizaria uma “circularidade” da análise (p. 249).

limites para o arbítrio da AM na fixação dos juros: as “forças reais da produtividade e frugalidade determinam os algo flexíveis limites superior e inferior de uma faixa substancial ao longo da qual as taxas de juros podem ser variadas exogenamente pelos bancos centrais” (p. 254). Note-se que os graus de liberdade da AM na implementação de sua política não estão, neste caso, fixados pela preferência pela liquidez ou pelas expectativas dos agentes, mas pelas ditas causas objetivas da “produtividade e frugalidade”.

A questão, de toda forma, não fica bem resolvida. Do ponto de vista da determinação de um valor numérico para a taxa de juros, a exogenia parece resolver o desconforto que a posição de Keynes provoca ao tornar a taxa de juros dependente de algo tão subjetivo como a preferência pela liquidez. Do ponto de vista conceitual, no entanto, ela sequer representa uma justificativa para a existência dos juros. Seriam eles resultantes da escassez de capital ou da preferência intertemporal dos consumidores? Com certeza não resultam da incerteza ou dos riscos de afastamento da liquidez. E a qualificação dos limites do arbítrio da AM como “algo flexíveis” também parece não esconder uma certa propensão a uma saída ortodoxa, com juros derivando, em última instância, das “forças reais da produtividade e frugalidade”.

Por outro lado, este ceticismo quanto a admitir uma influência mais significativa das expectativas sobre a formação da taxa de juros, não tem contrapartida na avaliação da influência destas sobre a EMC: em Moore, por exemplo, parece que a questão expectacional tem seu âmbito restrito à

determinação da rentabilidade esperada dos ativos de capital⁴⁶. É fato que KEYNES (1985) deu maior importância à influência das expectativas sobre a EMC do que sobre os juros: a “escala da eficiência marginal do capital é de fundamental importância, por ser sobretudo através deste fator (muito mais que pela taxa de juros) que a expectativa do futuro influi sobre o presente” (p. 106). Mas é preciso aqui ter em mente que a atenção de Keynes neste caso está voltada principalmente para um sistema cujo desemprego permanente é a decorrência de uma taxa de juros de longo prazo “convencional” e uma eficiência marginal do capital “instável”. Quando, por outro lado, sua preocupação se volta para a análise das situações-limite do ciclo econômico, fica particularmente patente sua constatação da influência simultânea das expectativas nas variações da PPL e da EMC. O reconhecimento da influência, por vezes expressiva, que a AM pode ter sobre a formação da taxa de juros, não deve ter como decorrência extirpar-lhe seu conteúdo expectacional: ainda que em graus diferentes, vale para a taxa de juros o mesmo que para a EMC. Em suma, o papel das expectativas na determinação da taxa de juros e da EMC pode

⁴⁶ A rigor vale ressaltar que Moore propõe a determinação exógena da taxa *nominal* de juros. Por outro lado, ele admite a existência de uma taxa real *ex-ante* de juros, para a fixação da qual concorre a expectativa acerca da inflação futura. O papel desta última taxa em seu modelo será discutido posteriormente (vide item IV.4. O Horizontalismo e a Teoria dos Fundos de Empréstimo).

diferir em grau, mas não em conteúdo. Sem dúvida é esta a mensagem do capítulo 17 da Teoria Geral⁴⁷.

III.6. Taxa de Juros, Investimento e Demanda Efetiva

Se a desconsideração do papel das expectativas na formação da taxa de juros impede que se atribua à sua rigidez à baixa a dificuldade de se obter um elevado nível de emprego, resta a alternativa de justificá-la exclusivamente como resultado de uma insuficiência nas decisões de gasto. Estaríamos diante de uma deficiência de demanda efetiva, sem a necessidade de relacioná-la com a idéia de preferência pela liquidez. Mas, mesmo neste caso, permanece como questão relevante o papel dos juros nas decisões de gasto, especialmente nas decisões de investir. MOORE (1988a) é quanto a isto bem explícito: as “[t]axas de juros ... afetam diretamente o volume e composição do gasto de

⁴⁷ Não é difícil entender aquela diferenciação feita por Keynes acerca do papel das expectativas. Ela se baseia nas particularidades dos diferentes ativos, em alguns casos com sua rentabilidade mais vinculada ao desempenho esperado de mercados e bens específicos, em outros associada prioritariamente a variáveis macroeconômicas ou então ao desempenho prospectivo de segmentos do mercado financeiro. É certo que no caso dos ativos de capital a especificidade de cada mercado desempenha um papel preponderante na rentabilidade esperada, justificando, juntamente com o longo prazo de maturação, sua maior volatilidade. Por outro lado, não há dúvida que tal aspecto não tem papel central na determinação da taxa de juros ou do preço dos títulos de dívida; só quando há uma tendência a generalização de sentimentos pessimistas ou otimistas que estas últimas variáveis passam a ser fortemente afetadas. Por fim, vale observar que se a influência das expectativas sobre a EM de algo tão objetivo como os ativos de capital é admitida, porque não considerar sua influência sobre a formação do preço dos ativos monetários e financeiros? Em caso de uma resposta negativa, uma opção mais coerente é a oferecida por GAREGNANI (1989), que prefere excluir as expectativas também da rentabilidade dos ativos de capital: “no longo prazo os fatores psicológicos compreendidos no ‘estado de confiança’ perdem muito de sua força em comparação com os fatores objetivos, dos quais a lucratividade real é suposta depender” (p. 209).

investimento” (p. 290-291). Se ao lado do poder de fixação exógena da taxa de juros, admite-se esta dependência entre investimento e juros, não há como negar que a autoridade pública tem uma enorme possibilidade de regular o sistema via política monetária⁴⁸. Parece lógico, portanto, que a questão do desemprego não ocupe papel relevante em sua análise, sendo de certa forma tratada como um apêndice da movimentação dos preços na economia. Assim, em um mundo com mercados perfeitos e preços flexíveis, a deflação e, junto com ela, o desemprego resultam de uma taxa de juros muito alta. Por outro lado, no mundo real, com rigidez de preços e salários, sua análise parece sugerir que o desemprego esta associado à tentativa da AM de combater uma inflação de custos com restrição de demanda, por meio da elevação dos juros (vide MOORE, 1988a, p. 340-348)⁴⁹.

KALDOR (1986) discorda desta dependência entre decisões de gasto e taxa de juros. Partindo de algumas observações empíricas, ele sugere a existência, em geral, de uma pequena sensibilidade das decisões de gasto às variações na taxa de juros, tornando inadequado o emprego desta variável como forma de controlar o dispêndio. ROUSSEAS (1986) justifica a conclusão de Kaldor, observando que no período analisado pelo autor as taxas de juros variaram em uma faixa relativamente estreita; os maiores valores que

⁴⁸ Política monetária entendida aqui como política de taxa de juros, cujo papel como reguladora de todo o sistema e ao alcance do Banco Central, MOORE (1988a) faz questão de destacar: “[a] taxa de juros de curto prazo é o centro de gravitação em torno da qual as taxas sobre todos os ativos, financeiros e não financeiros, giram. E ao longo de uma ampla faixa, as taxas de juros de curto prazo são administradas exogenamente pelos bancos centrais” (p. 289).

⁴⁹ Ao menos no Keynes da *Teoria Geral* a questão do desemprego tem *status* próprio, não estando necessariamente relacionada à movimentação dos preços ou a políticas de combate à mesma.

predominaram após o final da década de 70 acabaram demonstrando que as taxas de juros de fato afetam as decisões de gasto.

Mas é em HICKS (1989) que a tentativa de restringir os elos de ligação entre juros e dispêndio ganha maior densidade teórica. Sua discussão parte de uma contraposição entre a perspectiva de Hawtrey, a qual enfatiza o efeito dos juros sobre os “mercados especulativos de mercadorias”, e a de Keynes, voltada para análise do “impacto da taxa de juros (de longo prazo) sobre o investimento em capital fixo”, para então delimitar a questão que deve ser respondida: “quanto do investimento industrial se encaixa em algo similar àquele padrão” proposto por Keynes, com uma grande sensibilidade à taxa de juros (p. 115)? Quando se trata da construção civil residencial, sua resposta a esta questão é afirmativa⁵⁰. O tempo de vida útil deste tipo de investimento é tão longo, que o efeito dos juros é potencializado.

Tal conclusão, no entanto, Hicks não estende de forma geral às máquinas e equipamentos industriais. Para este caso, ele sugere a distinção entre investimentos defensivo e inovador, concluindo que para o primeiro tipo o “efeito dos juros ... parece improvável de ser considerável” (HICKS, 1989, p. 117). A razão para isso é que a mera reposição de equipamento, substituindo-se

⁵⁰ Esta é também a exceção proposta por Kaldor (1986). Por outro lado, vale destacar a menção feita por HICKS (1989) a um *boom* residencial na Inglaterra dos anos 30, justamente na “época em que Keynes estava escrevendo” e que fora provocado por uma redução dos juros (p. 116). Em outro texto, Hicks faz uma observação similar nas suas intenções: já que a moeda bancária em Keynes não rende juros, seu “sistema bancário ... deve ser considerado não competitivo”, como “no ‘Cartel’ que parece ter funcionado entre os bancos comerciais ingleses à época em que Keynes escreveu”; por isso ele teria podido tratar a moeda como exógena (HICKS, 1978, p. 91). Vale notar que o legítimo esforço de contextualizar a formulação teórica de determinado autor serve aqui a um objetivo bem específico: retirar o atributo *Geral* da *Teoria* de Keynes.

uma máquina antiga desgastada ou em processo adiantado de desgaste, para deste modo ter “toda a planta em operação adequada [,] deve usualmente compensar qualquer custo de juros sobre uma máquina particular”; ou então, no caso de depreciação tecnológica, o investidor defensivo é obrigado a seguir o inovador, “a qualquer custo, ou sair da disputa” (HICKS, 1989, p. 117). A pressão básica para o investimento advém aqui da concorrência, forçando a firma a repor maquinaria desgastada fisicamente ou obsoleta tecnologicamente para não perder espaço no mercado.

No caso do investimento inovador, Hicks sugere uma segunda subdivisão, reunindo em um mesmo conjunto tanto os empreendimentos que envolvam simultaneamente uma nova planta e um novo produto, como aqueles com uma nova planta de maior capacidade produtiva que a antiga, mas sem modificação do produto. Em ambos os casos, “embora possa ser aceito que ... uma queda nos juros, à medida que ela torne mais fáceis as condições para o empréstimo industrial, seja indutora do investimento de capital”, HICKS (1989) faz a ressalva que seu “efeito naquele[s tipos de] investimento pode ser consideravelmente retardado” (p. 119-120). Assim, é tão somente para o terceiro tipo de investimento inovador, aquele envolvendo uma nova planta, mas com o mesmo produto e escala de produção, que Hicks volta a responder de forma claramente afirmativa àquela questão. Como neste último caso as vantagens do investimento só podem advir da redução nos custos de produção, o “fluxo de retornos que podem ser esperados do gasto de capital devem ser calculáveis e o efeito de uma mudança nos juros deve ser direto” e “aproximadamente tão nítido quanto no caso da construção residencial” (HICKS, 1989, p.120)

Não há dúvida que o argumento de Hicks se baseia na possibilidade de se quantificar com relativa nitidez o efeito dos juros sobre a rentabilidade esperada do investimento. No caso do investimento inovador isto é suficientemente claro. Se a escala de produção e o produto são mantidos, não há, do lado da demanda, qualquer incerteza adicional introduzida pela decisão de investir. Admitindo-se que os insumos requeridos pela nova planta são similares aos da antiga - uma ressalva feita pelo próprio autor -, o “ganho [do investimento] deve ser calculável pelos *experts* ..., talvez com razoável solidez” (HICKS, 1989, p. 120). Mas mesmo para o investimento em construção residencial parece ser esse o caso: a eventual oscilação do fluxo de rendas esperadas é largamente compensada pelo tempo de vida do investimento, tornando-o “sensível a mudanças na taxa de juros (de longo prazo)” (HICKS, 1989, p. 116).

Não deixa de ser interessante observar que, enquanto Keynes vê a moeda como uma espécie de *hedge* contra a incerteza e a taxa de juros como uma medida da preferência da comunidade por reter aquele ativo, Hicks constata que o seu efeito sobre as decisões de adquirir ativos de capital ilíquidos só é significativo quando o valor deste efeito pode ser bem estimado. O contraste com outros casos analisados pelo autor é esclarecedor a este respeito: o elevado nível de incerteza associado ao empreendimento, como nos dois primeiros tipos de investimento inovador, ou a certeza de perder espaço no mercado se não realizá-lo, como no investimento defensivo⁵¹, são os fatores que conformam a decisão de investir nestes dois casos, tirando a relevância dos juros. Não há

⁵¹ Investimento defensivo é aquele “investimento em capital fixo que diminui ... o risco de posição da firma”; por outro lado, o investimento inovador “aumenta-o” (HICKS, 1989, p. 117).

como negar que a distinção proposta por Hicks entre os diversos tipos de investimento isola aqueles casos para os quais o efeito do juro é direto e razoavelmente quantificável, sem maiores mediações. Mas um elemento básico desta discussão está sendo deixado de lado: a “perda de liquidez” que toda decisão de investir envolve e que representa um “aumento na exposição [do agente, pelo lado de seu passivo,] ao risco” (HICKS, 1989, p. 116-117), é mencionada pelo autor em diferentes passagens, mas vista sempre como um aspecto separado do efeito dos juros “sobre o outro lado”, o do ativo a ser obtido com a decisão de investir. Assim, do lado do passivo, mesmo que o investimento seja realizado com recursos próprios, os juros são entendidos como custo (eventualmente implícito) de financiamento⁵². Já do lado do ativo, eles são incorporados como uma taxa de capitalização das rendas esperadas. Se estas rendas podem ser bem estimadas o efeito dos juros passa a ser direto e nítido. Se, por outro lado, estas rendas são tão incertas ou então se o não-investimento provocar uma certeza de queda acentuada do retorno esperado, as expectativas passam a desempenhar tal papel na definição da decisão de investir que o efeito dos juros torna-se não relevante.

Mas se a distinção acerca do papel dos juros nos dois lados, passivo e ativo, do balanço de determinado agente permite a Hicks esmiuçar em maior detalhe o seu efeito direto sobre a rentabilidade esperada do investimento, o risco de tal opção é perder de vista que aqueles dois aspectos considerados

⁵²Victoria CHICK (1983) enfatiza este lado, o do passivo, como a fonte da sensibilidade do investimento aos juros: o “[i]nvestimento ... foi retratado como sensível aos juros precisamente porque a renda corrente não o financiara: ou ativos financeiros previamente acumulados deviam ser vendidos ou o dinheiro tinha de ser obtido fora da firma” (p. 175). Ainda assim ela faz a ressalva que “Keynes aceitava a ... relação [entre investimento e juros] com um senso de certeza agora perdido” (p. 183).

fazem parte de uma única decisão. De fato, “a decisão de investir é [simultaneamente] uma decisão de emitir passivo [e/]ou reduzir liquidez” (MINSKY, 1975, p. 89)⁵³. Por outro lado, é necessário analisá-la como parte de uma lógica mais geral de gestão financeira da riqueza, na qual estão envolvidos todo um leque de ativos, com diferentes graus de liquidez, rentabilidade e custo de manutenção, incluindo aí o próprio ativo monetário. Neste caso, a moeda e sua eficiência marginal não podem ser incorporadas à análise do investimento simplesmente como um parâmetro. Parece ser este o sentido da observação de POSSAS (1987), criticando a opção do próprio Keynes, em determinados trechos da *Teoria Geral*, por uma “apresentação ‘por etapas’ da determinação do investimento, dada a taxa de juros, e a seguir a determinação desta última”, o que acaba por “obscurece[r] o fato de que aí se trata de um *mesmo* complexo de decisões relativas à posse de diferentes formas de riqueza, em diferentes quantidades e proporções” (p. 140)⁵⁴. De fato é necessário reconhecer que na teoria de Keynes “é crucial ... a *interdependência* entre as condições (‘demanda’

⁵³ No mesmo sentido, em livro mais recente, MINSKY (1986) afirma que “[u]ma decisão de investir - de adquirir ativos de capital - é sempre uma decisão sobre a estrutura do passivo” (p. 172).

⁵⁴ A motivação de Keynes para adotar este procedimento pode ser consequência de uma tentativa de “simplificar a exposição” ou então de alguns outros aspectos já abordados anteriormente, em particular nos itens II.7 e II.8. De qualquer modo, não resta muita dúvida que uma abordagem no espírito do capítulo 17 e de escritos posteriores à *Teoria Geral* seja “mais fiel ao pensamento do próprio Keynes” (POSSAS, 1987, p. 141). Quanto a Hicks, é necessário mencionar que em textos anteriores, especialmente em *The Two Triads* (1967, p. 1-60), ele desenvolve uma teoria da seleção de ativos. Sua diferença com a abordagem de Keynes parece girar em torno do papel da moeda, considerada mais como um elemento redutor dos custos de transação do que como um “elo entre o presente e o futuro” (KEYNES, 1985, p. 204), uma questão que será analisada no Capítulo V desta tese. Por outro lado, vale observar que ao se adotar a *approach* do capítulo 17, a crítica de Moore à “circularidade” de raciocínio na determinação da taxa de juros em Keynes (vide nota 45 do item anterior) fica prejudicada.

e 'oferta') de liquidez que se exprimem na taxa de juros e as condições que determinam o investimento produtivo em capital fixo" (POSSAS, 1987, p. 140).

Admitir esta interdependência não significa, no entanto, desconhecer as especificidades de cada tipo particular de investimento produtivo, nem de suas interações com a taxa de juros. Considere-se, por exemplo, um contexto geral de relativa estabilidade de expectativas otimistas, com um clima propício para o investimento. É possível, neste caso, que as condições de concorrência, específicas de cada mercado, tenham papel preponderante no ritmo de expansão do investimento em cada setor. Assim, setores com maior intensidade de inovação tecnológica e maiores possibilidades de investimento lucrativo podem manter seus planos de investimento mesmo diante de uma elevação dos juros, se a rentabilidade esperada compensar ainda assim aquele aumento. Se, por outro lado, as expectativas são nitidamente pessimistas, com tendência à retração dos investimentos, mesmo aqueles "menos sensíveis" aos juros, como os "investimentos defensivos", serão prejudicados por uma maior preferência pela liquidez, a qual, por sua vez, tenderá também a se expressar através da elevação dos juros. O fato é que a forma como aquela interdependência se concretiza depende de elementos da conjuntura macroeconômica e de elementos específicos de cada setor produtivo considerado. Não faz, assim, sentido e nem correspondente à concepção de Keynes estabelecer uma relação direta e estável

entre juros e investimento (ou entre juros e cada tipo de investimento)⁵⁵. Esta relação é sempre mediada pelas expectativas. Desconsiderar tal mediação significa admitir, como regra, que mudanças das expectativas acerca da rentabilidade dos ativos de capital, com sua possível consequência em termos de alteração da preferência pela liquidez, venham se refletir de forma totalmente previsível na taxa de juros e que, por outro lado, mudanças desta última também tenham impacto totalmente previsível no preço de demanda daqueles ativos⁵⁶.

Não há dúvida que uma das intenções do horizontalismo é exatamente esta, a de isolar a esfera de determinação da taxa de juros do espaço de definição do investimento. Admite-se, a depender do autor, a influência dos

⁵⁵Justamente por atribuir a Keynes a idéia de uma relação funcional decrescente e regular entre a taxa de juros e a demanda por investimento”, GAREGNANI (1989, p. 199), estende-lhe críticas que vieram à tona com a controvérsia do capital. Sendo adepto da concepção que “no longo prazo” são os “fatores objetivos” que determinam a “lucratividade real”, o que parece estar por trás desta tese de Garegnani é a identificação entre a EMC e o conceito ortodoxo de produtividade marginal do capital. Ao não se entender a importância da questão da incerteza na ruptura de Keynes com a ortodoxia, sucumbe-se com facilidade à retórica marginalista do autor.

⁵⁶

Quanto à influência dos juros sobre o investimento Keynes é, já na *Teoria Geral*, suficientemente enfático em negar uma relação estável. No que diz respeito à relação inversa ele afirma, em correspondência posterior, não considerar que “mudanças na escala de eficiência marginal do capital tenham qualquer efeito óbvio ou previsível na função de liquidez. Eu não excluo a possibilidade, porque em economia tudo afeta tudo mais, mas não posso encontrar uma relação direta ou simples tal como a que se tem normalmente suposto para relacionar a produtividade do capital à taxa de juros” (KEYNES, 1987, p. 11-12).

juros sobre a decisão de gasto, mas a *interdependência* entre as condições de liquidez e o investimento é desconsiderada, até porque a “lógica da própria análise de Keynes parece demandar que a taxa de juros seja determinada de fora de seu sistema” (MOORE, 1988a, p. 251)⁵⁷. O risco de reconhecer esta interdependência, admitindo-se desta forma a endogeneidade da taxa de juros, é que esta variável passe a desempenhar o papel de “um mecanismo de equilíbrio ... e [neste caso], ... estaremos de volta ao mundo da lei de Say, pelo menos no que se refere ao equilíbrio de longo prazo” (MOORE, 1988a, p. 251)⁵⁸. Tal afirmação denuncia o quanto certas interpretações de Moore são feitas sob a ótica da ortodoxia. A inferência óbvia aqui é que a taxa de juros desempenha o papel de mecanismo de equilíbrio porque nos momentos de retração do investimento, a queda da demanda por crédito reduziria os juros, incentivando assim a retomada das decisões de investir; o mecanismo oposto atuaria no caso

⁵⁷ É, no entanto, importante observar que os horizontalistas parecem considerar que a “interdependência entre os fenômenos real e financeiro é ... explicitamente revelada” em sua análise (MOORE, 1988a, p. 322). Mas com uma oferta de moeda que é determinada pela demanda (ou como insiste Moore, pela demanda por crédito) e uma taxa de juros que é exógena, qual o sentido do termo interdependência aqui? De fato, nesta abordagem as decisões de gasto determinam a quantidade de moeda, e a taxa de juros, na melhor das hipóteses, influencia as decisões de gasto. Portanto, trata-se de duas relações unidirecionais, até porque, do ponto de vista da oferta de moeda, não há qualquer interação entre sua quantidade e a taxa de juros nominal. Tal interação só ocorre mediada pela demanda por moeda ou crédito, no caso de a taxa de juros afetar as decisões de gasto, ou então mediada pela decisão discricionária da AM de alterar sua política de juros, no caso de considerar que há facilidades ou dificuldades excessivas na criação de moeda de crédito. Assim, também não parece ser o caso de a “oferta de moeda ... ser ... interdependente da demanda” (COSTA, 1994, p. 142), mas sim totalmente subordinada a ela. De toda forma, de acordo com MOORE (1988c, 1991), seria esta “interdependência” entre oferta e demanda que anularia o poder explicativo da TQM.

⁵⁸ GAREGNANI (1989) sugere uma conclusão similar: a manutenção por Keynes do conceito de EMC e as insuficiências tanto de sua crítica à teoria ortodoxa dos juros como de sua teoria da PPL teriam permitido a “substancial reabilitação da teoria tradicional para o longo prazo” (p. 211).

de uma expansão acelerada. Mas a análise de Keynes dá margem a conclusões bem diferentes: a retração acentuada do investimento está normalmente associada ao aumento da PPL, o qual exerce uma pressão no sentido de elevar os juros; por outro lado, em um processo de expansão do investimento, a tendência de queda da PPL exerce uma pressão redutora da taxa de juros. Assim, o efeito sobre os juros provocado pela preferência por reter ativos líquidos pelos motivos especulação e precaução se sobrepõe ao efeito resultante da demanda por moeda pelo motivo transação. O resultado final dependerá do predomínio de um ou outro destes efeitos, além de depender naturalmente de aspectos associados às condições de oferta de ativos líquidos. Mas, de todo modo, parece claro que pelo menos em processos de contração generalizada do investimento - após “um colapso da eficiência marginal do capital” -, KEYNES (1985) considerava natural “um forte aumento da preferência pela liquidez e, conseqüentemente, uma elevação da taxa de juros” (p. 219). Nas condições de uma economia com moeda de crédito este quadro só tende a se agravar: se é verdade que a contração do gasto deficitário reduz a demanda por crédito, por outro lado a necessidade dos agentes saldarem dívidas antigas num contexto de queda de renda, a preferência dos depositantes por ativos de prazos mais curtos e, principalmente, a maior preferência pela liquidez dos próprios bancos, que normalmente acompanha o aumento generalizado do sentimento “baixista” dos investidores, tendem a predominar como fatores de pressão sobre a taxa de

juros. Neste caso, os juros parecem exercer o papel de amplificador do desequilíbrio, não de mecanismo de ajuste.⁵⁹

Por outro lado, é um fato que Keynes admitia a possibilidade de aumento da preferência pela liquidez nas “últimas etapas da expansão”. Trata-se de uma maior demanda por moeda para fins transacionais e para a atividade especulativa *stricto sensu*. Mas tanto ele não via a taxa de juros como mecanismo de equilíbrio que sugere, em associação com sua idéia de exercer maior controle sobre o investimento, que “o remédio para o auge da expansão não é a alta, mas a baixa da taxa de juros” (KEYNES, 1985, p. 222). Por fim, na situação típica que ele retrata na *Teoria Geral*, a do “equilíbrio” com desemprego, na qual a volatilidade da EMC não chega a se expressar em variações suficientemente amplas e generalizadas a ponto de afetar de forma decisiva as expectativas sobre o futuro da taxa de juros, o comportamento convencional e mais estável desta variável impede que ela desempenhe o papel de mecanismo de ajuste.

Parece claro que a crítica de Keynes à noção da taxa de juros como mecanismo de ajuste não deriva exclusivamente de sua ênfase na igualdade de investimento e poupança, a qual, de todo modo, já torna inócua a própria noção de uma variável de equilíbrio. De fato, o caráter dual da moeda, como ativo e

⁵⁹ Um tratamento muito interessante da relação entre demanda e oferta de moeda ao longo do “ciclo econômico” pode ser encontrado em DOW (1988). A autora constata que “[a] oferta de moeda (gerada pela criação de crédito) é seguramente endógena, mas [que] se altera em direção oposta à demanda” (p. 34). Por exemplo, nos momentos de queda da atividade econômica e de redução da eficiência marginal do capital ocorreria “não somente uma contração na disposição e capacidade das instituições financeiras fornecerem crédito, mas também um aumento na demanda por liquidez” (p. 35). Endogenia monetária definitivamente não é sinônimo de horizontalismo.

como meio circulante, já encerra em si a possibilidade que sua eficiência marginal atue como um fator amplificador, e não amortecedor, dos desequilíbrios, particularmente nos contextos de retração do investimento. Não reconhecendo efetivamente esta dualidade, Moore só consegue analisar as flutuações da taxa de juros como uma variável endógena, à luz de seus atributos como meio de troca. Assim, não lhe resta outra opção para negar-lhe o papel de variável de ajuste que torná-la um fator exógeno: afinal um fator exógeno não poderia desempenhar o papel de mecanismo de equilíbrio⁶⁰.

Por isto Moore pretende mais do que simplesmente distinguir, na teoria de Keynes, o espaço de determinação da renda pela demanda efetiva, do espaço de determinação da taxa de juros. Partindo da distinção originalmente traçada por Pasinetti⁶¹, Moore vai mais longe: descarta definitivamente o conceito de PPL e vê na endogenia plena da moeda e na fixação da taxa de juros pela AM a única possibilidade de dar coerência ao princípio da demanda efetiva. E encontra na própria argumentação de Keynes uma justificativa para este

⁶⁰ O trecho a seguir de MOORE (1988a) coloca isto de forma cristalina: “[m]esmo se todos os preços e salários forem considerados como perfeitamente flexíveis, não há forças automáticas de mercado tendendo a empurrar a economia em direção ao equilíbrio de pleno emprego, já que as taxas de juros são exogenamente administradas pelas autoridades monetárias” (p.323). Em suma, sendo “decisões políticas discricionárias” das autoridades, as taxas de juros não podem atuar como um mecanismo de equilíbrio. O equívoco básico aqui é identificar uma variável de mercado (endógena) a uma variável de equilíbrio, como se a segunda fosse uma decorrência necessária da primeira. Denota, por outro lado, a incompreensão do papel que os conceitos de incerteza e da moeda como um ativo tiveram na ruptura definitiva de Keynes com a visão da taxa de juros como um fator de equilíbrio.

⁶¹ MOORE (1988a, p. 251) se baseia no trecho a seguir de PASINETTI (1979) para desenvolver sua argumentação: “[o] que esta teoria [da demanda efetiva] requer, no que diz respeito à taxa de juros, não é que ... [ela] seja determinada pela preferência pela liquidez, mas que seja determinada *exogenamente*, com relação ao processo de geração da renda. Se, em particular, a preferência pela liquidez, ou qualquer outra coisa, a determina é uma questão inteiramente irrelevante” (p. 57).

procedimento: “[p]arece totalmente claro que na *Teoria Geral* Keynes pretendia que a taxa de juros de longo prazo, um dos determinantes chaves do nível de gastos em investimento, fosse tratada como um fator em grande medida exógeno, determinado não por forças reais, mas pelas expectativas” (MOORE, 1988a, p. 252). Que a taxa de juros não seja determinada pela “produtividade e frugalidade”, “mas [sim] pelas expectativas”, não há como discordar. Mas há aqui um sutil deslocamento da perspectiva de análise. É um fato que Keynes não considerava as expectativas, em especial as de longo prazo, “sequer aproximadamente” passíveis de substituição pelos resultados correntes. Admitir que elas não possam ser simplesmente derivadas dos fatos correntes, ou então que não são calculáveis a partir das informações disponíveis, introduz não só elementos de imprevisibilidade, como sugere a possibilidade de atribuir-lhes um caráter exógeno, no sentido estrito de não serem aprioristicamente determináveis com base no conhecimento disponível⁶². Tal exogeneidade estaria associada a uma “variável cujo valor é considerado como dado porque o teórico não deseja explicar sua determinação” (WRAY, 1992c, p. 1145) ou então porque sua explicação não torna possível atribuir-lhe um valor determinado. Este é o único sentido de exogeneidade, das expectativas e da taxa de juros, que se pode admitir em Keynes. Mas não é isso que Moore tem em mente: a exogeneidade em seu caso está associada a “uma variável [que] é determinada pelo governo” (WRAY, 1992c, p. 1145). De toda forma, ao igualar os dois tipos de exogeneidade Moore consegue relacionar de forma mais convincente a sua

⁶² Em um sentido similar POSSAS (1993) afirma que “as expectativas *podem* modificar-se a qualquer momento, repentinamente, de forma *exógena* em relação a qualquer 'regra' imaginável, por mais simples e 'razoável'..., que ligue os resultados passados às previsões quanto ao futuro” (p. 66). A ênfase no caráter exógeno das expectativas também pode ser encontrada em CARVALHO (1988a, b).

teoria da determinação da taxa de juros à análise de Keynes, obviamente àquela parte desta análise associada à determinação da renda⁶³. Para se entender em que medida este movimento poderia solucionar, na opinião de Moore, as eventuais incoerências da teoria de Keynes, é necessário analisar a versão horizontalista da determinação da renda. É o que será feito no capítulo a seguir.

⁶³ GAREGNANI (1989) adota um procedimento similar. Em sua opinião, ao lado da “teoria inovadora do produto agregado”, existem aspectos da concepção de taxa de juros em Keynes que merecem ser conservados. Em especial o caráter convencional atribuído aos juros e, em consequência, o reconhecimento por este autor da “capacidade de as autoridades monetárias controlarem o nível médio das taxas de juros nos empréstimos de longo prazo, se atuarem com suficiente ‘persistência e consistência’ de propósito” (p. 225, nota 13). Deixando de lado esta interpretação algo enviesada do caráter convencional dos juros, o que merece ser destacado aqui é a intenção de atribuir-lhe uma exogeneidade no sentido de capacidade de controle pela autoridade pública.

CAPÍTULO IV

Poupança, Investimento e Moeda Endógena

IV. Poupança, Investimento e Moeda Endógena

Moore deriva a curva de oferta horizontal e a exogeneidade da taxa de juros partindo exclusivamente de características do sistema financeiro contemporâneo e de uma economia do tipo *overdraft*. Contudo, a importância destes elementos para seu modelo extrapola, em muito, a simples opção do autor por determinada forma de explicitar tais características. Sua intenção inclui também a tentativa de eliminar, por esta via, certas imprecisões que supõe existir na visão de Keynes acerca da operação do princípio da demanda efetiva. Entender quais seriam tais imprecisões, assim como analisar a visão horizontalista sobre a determinação da renda, permitirá decifrar com maior nitidez a lógica subjacente a este modelo. Tendo isto como objetivo, partiremos nesta análise da crítica de Moore ao “multiplicador keynesiano”.

IV.1. O Equilíbrio entre Poupança e Investimento e o Papel do Multiplicador.

Para MOORE (1988a) “[o] *insight* central keynesiano, que investir e poupar são empreendidos independentemente por unidades econômicas diferentes é correto”¹. No entanto, “a reconciliação *ex-post* das diferenças *ex-ante* não ocorre através do processo multiplicador-renda como descrito por

¹ A sintomática ênfase neste ponto é também compartilhada por outros autores. Por exemplo, V. CHICK (1983) observa que Keynes “era igualmente (e corretamente) inflexível na insistência sobre a importância do fato que *decisões* de poupar e investir são tomadas por diferentes pessoas nas economias avançadas do ocidente” (p. 179).

Keynes” (p. 314). Nota-se, já de início, uma tendência de atribuir à renda, na análise de Keynes, um papel análogo ao desempenhado pela taxa de juros na versão ortodoxa: o fiel de uma balança que igualaria *ex-post* variáveis que *ex-ante* são diferentes e autônomas². Sem súvida é possível extrair passagens da *Teoria Geral* e mesmo de escritos posteriores, que, deslocadas de seu contexto, dariam margem a interpretar a renda como uma espécie de variável de ajuste³. Tais passagens, contudo, parecem representar, no máximo, um recurso de retórica, pois é patente que Keynes não só negou a teoria ortodoxa dos juros, como também a própria noção de um equilíbrio entre poupança e investimento. E, de fato, não parece haver muito sentido em se pensar em termos de equilíbrio se aquelas duas variáveis são “forçosamente” iguais!⁴

Mas ainda assim a questão não parece totalmente resolvida. Do ponto de vista de diversos analistas da *Teoria Geral*, o ponto a frisar é que estas variáveis, mesmo que “forçosamente” iguais, resultam de conjuntos distintos de decisões, os quais *ex-ante* podem ser incompatíveis. Nesta eventual incompatibilidade

² GAREGNANI (1989) também faz sugestão similar: “quando o investimento planejado cai abaixo da poupança planejada, a igualdade entre poupança e investimento será alcançada pela contração do produto nacional” (p. 204); ou então “o nível de produto agregado ... iguala decisões de poupar e decisões de investir” (p. 220).

³ Por exemplo, os trechos a seguir: “o nível de renda deve ser o fator que iguala o montante poupado com o montante investido” (KEYNES, 1985, p. 129); ou então “não é a taxa de juros, mas o nível de rendas que assegura a igualdade entre poupança e investimento (KEYNES, 1987, p. 212). Por outro lado, a direção da determinação é, em geral, colocada de forma bem explícita: “quando o investimento varia, a renda é forçada a variar no grau justamente necessário para fazer com que a variação da poupança seja igual à do investimento” (KEYNES, 1985, p. 132).

⁴ “[A] poupança e o investimento foram de tal modo definidos que são, forçosamente, de montante igual” (KEYNES, 1985, p. 61).

residiria o “enigma” proposto por Keynes, resultante de “sua insistência que poupança e investimento eram distintos porém iguais” (CHICK, 1983, p. 180)⁵. É fato que Keynes trabalhava com uma legítima e inegavelmente correta contraposição entre a igualdade da poupança e do investimento a nível agregado e os atos diferenciados de “poupar” e investir a nível individual. Chega mesmo a afirmar que “para a comunidade considerada em conjunto, [poupança e investimento] não passam de dois aspectos da mesma coisa” (KEYNES, 1985, p. 61). Mas, por outro lado, critica a interpretação de Hawtrey, segundo a qual suas definições de poupança e investimento tomariam aquelas variáveis “não simplesmente *iguais*, mas *idênticas*”, enfatizando, nesta crítica, que “atos de poupança e de investimento são freqüentemente ou usualmente realizados por pessoas diferentes” (KEYNES, 1987, p. 211). O mais interessante é que esta contraposição, tendo como referência o nível de agregação, pode com facilidade ser transformada em uma contraposição no plano temporal. Basta para isto reconhecer que em “uma economia descentralizada, planos só podem ser feitos por indivíduos” e, portanto, que a “poupança *ex-ante* ... é um conceito microeconômico”. Deste modo, através das distinções micro/macro e, principalmente, *ex-ante/ex-post*, pode-se atribuir maior significância ao conceito de poupança, no caso uma poupança planejada ou *ex-ante*, e resgatar a noção de

⁵ A discussão a seguir terá como referência o livro de V. CHICK (1983) *Macroeconomics After Keynes*. Embora não seja uma horizontalista (a “moeda não é nem puramente exógena, nem puramente endógena”, p. 236), as questões que sua análise levanta são, na essência, similares às de Moore. Ambos adotam como base de seu questionamento a polêmica de Keynes com os teóricos dos Fundos de Empréstimo; porém a análise de V. CHICK é muito mais detalhada e explícita.

uma “ação positiva de poupar” (CHICK, 1983, p. 181), perdida nos conceitos agregados desta variável.

Não pode haver qualquer dúvida que esta não é a opção do próprio KEYNES (1985): “[a] poupança, de fato, não passa de um simples resíduo” (p. 53), sem maior relevância para a dinâmica do sistema. Portanto, mesmo a nível individual, é melhor pensar “em termos das decisões de consumir (ou de se abster de consumir), em vez das decisões de poupar” (p. 54) e na interdependência daquelas decisões com as de investir. Nesta perspectiva a poupança é vista essencialmente como uma decorrência necessária de um ato de investir que não desempenha papel prévio relevante, ao contrário do que o conceito de poupança *ex-ante* parece sugerir. Vale mencionar que no Keynes da *Teoria Geral* não existe sequer algo como poupança planejada ou *ex-ante*. Já em seus escritos posteriores, quando esta questão aparece pela primeira vez, KEYNES (1987) adota uma posição suficientemente explícita: “[e]m relação ao conceito de poupança *ex-ante*, eu não posso atribuir qualquer sentido razoável ao mesmo” (p. 210, nota 1). Ao comentar este trecho V. CHICK (1983) sugere que seria “provavelmente a poupança agregada que Keynes tinha em mente ao redigi[-lo]” (p. 183). Mas de fato não parece ser este o caso: ao propor uma definição de poupança *ex-ante* Keynes sugere que sua quantidade deve depender de decisões presentes acerca de poupanças a serem realizadas a partir de uma renda futura, deixando claro que se trataria de um processo de decisões individuais. Além disto, o contraste que ele procura traçar entre este conceito e o de investimento *ex-ante* torna esta constatação ainda mais verdadeira: enquanto este último conceito representa “um fenômeno importante, genuíno”, pois antes mesmo da implantação definitiva do investimento crédito ou recursos para seu

financiamento devem ser obtidos e outras decisões e ações são necessárias para viabilizá-lo, no caso da poupança *ex-ante* “[n]ão há ... tal necessidade dos indivíduos decidirem ... quanto de sua renda futura ... irão poupar” (KEYNES, 1987, p. 216).

Mas há um outro aspecto interessante que esta discussão levanta. Mesmo demonstrando certa estranheza com o conceito de poupança *ex-ante*, Keynes sugere uma definição da mesma com nítida referência a uma grandeza planejada, a qual envolveria uma decisão prévia sobre a forma de distribuir uma renda futura entre poupança e consumo. Até que ponto, no entanto, é efetivamente isto que os propositores do conceito tem em mente? Após esclarecer que “os planos só podem ser feitos por indivíduos” e que, por isso, “poupança *ex-ante* ... [seria] um conceito microeconômico”, o termo “plano” não é mais empregado na argumentação de V. CHICK (1983)⁶, aparentemente em prol de uma terminologia mais precisa: “[o] excesso da renda sobre o consumo apresenta-se para um indivíduo como uma soma de moeda que ... deve achar o seu caminho em algum investimento financeiro, incluindo depósitos bancários e moeda”; em suma, “o processo de poupança ... é a aquisição de ativos financeiros” (p. 181). A questão óbvia aqui é a partir de que renda, da renda corrente ou da futura, esta poupança será realizada? se for a partir da renda corrente do indivíduo, a definição não terá o sentido proposto por Keynes. Mas, neste caso, em que sentido ela seria uma poupança planejada ou pelo menos *ex-ante*? Talvez no sentido único de se referir a quantidades individuais, um *ex-ante* que é anterior

⁶ KEYNES (1987) faz um crítica similar a Ohlin: embora ele esclareça que explicar a determinação da taxa de juros exige uma “análise causal ... em termos *ex-ante*, ... a distinção entre *ex-ante* e *ex-post* desaparece do resto de sua argumentação” (p. 206-207).

ao *ex-post* somente porque este último estaria referido a quantidades agregadas. Mais uma vez se estabeleceria uma confusão entre agregação e temporalidade⁷. Mas mesmo que esqueçamos todas estas divagações e admitamos a validade do conceito na forma sugerida por V. Chick, o resultado não seria muito promissor. Além de mencionar diversas dificuldades envolvidas na agregação da poupança na forma de ativos financeiros, V. CHICK (1983) acaba concluindo, ainda assim, que ao agregar “esta noção financeira de poupança até o nível de uma economia fechada ... [a] poupança desaparece, deixando somente [o] investimento” (p. 182)⁸. Por outro lado, a noção de “poupança real” representa uma grandeza agregada que “é *idêntica* ao investimento e não pode justificar qualquer divergência entre poupança e investimento” (p.181). Com o que realmente “parece impossível encontrar um conceito agregado [de poupança] que tenha a qualidade positiva desejada” (p. 182), necessária, possivelmente, para estabelecer um contraponto ao investimento agregado na determinação da renda.

⁷ Talvez por motivos similares KEYNES (1987) tenha considerado a “[p]oupança *ex-ante* um conceito muito dúbio”(p. 183).

⁸ Possas (1987) faz a importante ressalva que “as decisões ‘de poupar’ (não-consumir), somadas e agregadas ao longo de um período, provavelmente nem coincidirão com a poupança agregada contabilizada no mesmo período” (p. 72). E exemplifica as dificuldades envolvidas neste processo de agregação: “quando um indivíduo adquire com parte de sua renda um título (em mercado secundário) correspondente a um investimento realizado em períodos anteriores - cuja poupança já foi portanto contabilizada - está ou não ‘poupando’?” (p. 72, nota 52). É fato que em uma economia fechada a consolidação do conjunto de passivos e ativos financeiros “anula” toda a riqueza estritamente financeira, restando o conjunto de capital e bens instrumentais, para a aquisição dos quais a emissão daqueles passivos concorrera (vide HICKS, 1978, p. 92). Mas o que é verdade para o conjunto de riqueza acumulada, não o é necessariamente para o investimento e a poupança, conceitos de fluxo associados a determinado período.

Mas ao questionar o conceito de poupança *ex-ante* e redefini-lo em termos rigorosos, Keynes procura justamente demonstrar a sua pouca relevância para o processo de determinação da renda e da própria poupança *ex-post*⁹. Assim, da mesma forma que na sua crítica ao conceito de poupança forçada, ainda na *Teoria Geral*, sua intenção aqui é reafirmar a igualdade e o sentido de determinação na relação entre investimento e poupança. Naquelas críticas a síntese de sua argumentação pode ser encontrada no trecho a seguir: “o ponto de vista já antiquado que a poupança sempre supõe investimento, embora incompleto e enganoso, é certamente mais justo que a idéia moderna segundo a qual pode haver poupança sem investimento ou investimento sem poupança ‘genuína’” (KEYNES, 1985, p. 66). Assim, tanto a concepção clássica, que mesmo reconhecendo aquela identidade, admite a causalidade inversa, da poupança para o investimento¹⁰, como as concepções modernas, neste caso a variante neoclássica tradicional ou a teoria dos fundos de empréstimo, estão equivocadas. As duas últimas por advogarem a possibilidade de divergência entre poupança e investimento, ajustadas ao final por algum mecanismo de equilíbrio. Assim, a “disjunção entre poupança e investimento” (CHICK, 1983, p. 176), útil para Keynes no questionamento à escola clássica, não cumpre o

⁹ Nestes textos pós-*Teoria Geral* a ênfase da discussão está nas formas de financiamento das decisões de gasto. É neste contexto que KEYNES (1987) sugere a única possibilidade de a poupança *ex-ante* ter alguma importância: para isto é necessário admitir que “a intenção de poupar [no futuro] pode algumas vezes afetar a disposição de se tornar ilíquido neste intervalo”. Pode-se, neste caso, inclui-lo “na lista dos motivos que afetam o estado de preferência pela liquidez”, mas, “na prática ..., [como] um dos menos importantes” (p.218).

¹⁰ “De fato, a maioria dos membros da escola clássica levou esta crença [na identidade entre poupança e investimento] demasiadamente longe, visto sustentar que todo ato individual de aumento na poupança suscita, necessariamente, outro correspondente ato de aumento do investimento” (KEYNES, 1985, p. 128)

objetivo de sugerir um equilíbrio entre os agregados de poupança e de investimento.

Um equilíbrio que não pode existir até porque “a taxa de juros opera sobre a quantidade de poupança na mesma direção que [opera] sobre a quantidade de investimento” (KEYNES, 1973, p. 551). Nota-se, portanto, que Keynes não negou a possibilidade da taxa de juros influir sobre a poupança, como sugerem diversos de seus intérpretes. Ao contrário, o que ele já admite na *Teoria Geral* (vide, por exemplo, KEYNES, 1985, p. 85) e reafirma de forma ainda mais explícita em outros trechos, como o acima mencionado, é que em sua “hipótese usual ... dS/dr é negativa” (KEYNES, 1987, p. 243). Uma hipótese que, sem dúvida, deve causar estranheza a diversos autores. Em seu célebre artigo, HICKS (1937) parte da premissa que Keynes excluía a taxa de juros da função poupança e sugere recolocá-la entre as variáveis independentes da mesma. Já V. CHICK (1983) considera “frágeis [as] ... razões [de Keynes] para excluir a taxa de juros - e de qualquer modo desnecessárias, pois bastava somente afirmar a importância da renda” como fator de influência na poupança (p. 183). No entanto, o que estes autores de fato fazem é tratar a poupança como uma função complementar da função consumo e, deste modo, sugerem que o que Keynes teria falado sobre a segunda seria, em sua própria opinião, extensível à primeira.

É fato que KEYNES(1987) preferiu não incluir a influência dos juros na propensão a consumir, não por julgá-la inexistente, mas por considerar o “seu efeito incerto” e de difícil generalização (p. 248 e 268). Mas é explícita a sua advertência contra a tendência de confundir “o efeito da taxa de juros sobre a propensão a consumir a partir de determinada renda ... [e] seu efeito sobre a

quantia agregada de poupanças - uma confusão que está implícita em algumas aplicações da teoria clássica” (KEYNES, 1987, p. 269). Assim, enquanto o efeito dos juros sobre a propensão a consumir pode ser positivo, negativo ou nulo, dS/dr será, em geral, menor que zero e somente em “um estado de negócios ... extremamente incomum e paradoxal” dS/dr seria positiva (KEYNES, 1987, p. 243). Obviamente que para quem pensa em termos de poupança e consumo como funções complementares de uma dada renda agregada, ou então procura por algum conceito de poupança relevante para a determinação da renda, o difícil é admitir uma combinação de consumo e poupança em que ambos sejam função decrescente dos juros¹¹ ou mesmo tão somente admitir que dS/dr seja negativo, afinal como considerar que a disposição das pessoas a poupar seja função decrescente dos juros?

Mas, como a renda não é dada *a priori*, a poupança não pode ser tratada como uma função complementar ao consumo, sequer deve ser tratada como uma função, mas tão somente como um resíduo obtido *ex-post*. Fica claro, assim, que aquela “hipótese usual” de Keynes é uma consequência direta da dependência do investimento em relação aos juros e do papel deste na determinação da renda e da própria poupança. Uma vez alterado o nível de investimento, a escala em que a renda variará será maior ou menor de acordo com a propensão a consumir, mas necessariamente será o suficiente para que seu resíduo, após se descontar o consumo observado, seja igual ao investimento. Assim, do ponto de vista do

¹¹ O que em KEYNES (1985) é, sem dúvida, a situação normal, dada a determinação da poupança e a indução do consumo pelo investimento (vide em especial p. 84-85). Não se deve, portanto, confundir o efeito dos juros sobre o consumo agregado com seu efeito sobre a propensão a consumir.

resultado macroeconômico a única decisão de poupar é a decisão de investir, mesmo porque as decisões e atos individuais de “poupar”, de não-consumir, não têm qualquer impacto *direto* sobre o montante agregado de poupança¹². Seu efeito se manifesta, por um lado, na criação de direitos sobre a riqueza acumulada ou melhor, na transferência destes direitos para as mãos dos poupadores e, por outro lado, enquanto não-consumo, com eventual impacto na propensão a consumir, ele se manifesta na redução da renda gerada a partir de certo nível de investimento.

Vale mencionar que a despeito das particularidades das definições de renda e poupança empregadas no *Treatise on Money*, as conclusões encontradas nesta obra são, na essência, similares às apresentadas acima¹³. Portanto, mesmo desempenhando um papel mais expressivo, o conceito de poupança aí empregado

¹² Talvez a melhor forma de expressar isto seja aquela sugerida por FOSTER (1981): “[a] comunidade como um todo [*at large*] ... só pode poupar via investimento” (p. 967-968). Obviamente que esta é uma consequência direta do princípio da demanda efetiva, mas com a vantagem frente às outras de evitar qualquer alusão à renda como mecanismo de ajuste. Ao enfatizar, em determinados trechos, a simultaneidade do investimento e da poupança, KEYNES (1987) aparentemente procura tornar explícita justamente esta noção, que para a “comunidade como um todo” é tão somente investindo que se poupa. Por exemplo: “a quantidade de poupança que está ocorrendo *ao mesmo tempo* que o investimento tem que ser exatamente igual a ele” (p. 281); ou então, a “poupança ocorre concomitantemente [*concurrently*] com o investimento” (p. 284).

¹³ Vide, por exemplo, KEYNES (1971b), p. 154-160. É interessante observar que aquilo que V. CHICK (1983) parece considerar como elemento central da concepção de poupança apresentada na *Teoria Geral* - “a principal importância da poupança era o impacto deflacionário do ‘não-gasto’ dos consumidores” (p. 191) - era uma visão em grande parte já sedimentada no *Treatise on Money*. A diferença é que na *Teoria Geral* esse “impacto deflacionário” tinha como principal efeito o desemprego, enquanto no *Treatise* a ênfase se localizava na queda dos preços, dos lucros empresariais e da remuneração dos fatores de produção.

se reveste de características bem distintas daquelas atribuídas pela ortodoxia. Por um lado, o conceito de poupança representa, como já se disse, uma referência de atividade econômica “normal”, em torno da qual *seria desejável* que o sistema econômico se mantivesse. A igualdade entre poupança e investimento, segundo as definições posteriores, elimina esta referência; elimina, por assim dizer, o juízo de valor envolvido neste conceito de normalidade. Por outro lado, no *Treatise* Keynes também relaciona a decisão de poupar à propriedade de riqueza, relação que na *Teoria Geral* é substituída pela decisão de aplicar recursos em - e/ou diversificá-los entre - ativos com diferentes características quanto à liquidez, rentabilidade e custo de manutenção. Assim, este papel da poupança como parte de um processo de avaliação da riqueza e da melhor forma de conservá-la no tempo, também é eliminado. O agente econômico passa, deste modo, a ter diante de si exclusivamente decisões de aplicar recursos e decisões de consumir¹⁴. As primeiras se constituem no principal determinante da dinâmica do sistema e, dentre elas, são as decisões de investir - de acumular riqueza via posse de ativos de capital - as mais significativas do ponto de vista da “riqueza social”, porque são as únicas que ao serem concretizadas - e, portanto, originarem uma poupança de igual valor - dão margem à geração de nova “riqueza material”, necessária à

¹⁴ “Se ... [a poupança] é por definição um residuo - *ex-post*, portanto - entre renda e consumo, seja ao nível individual ou agregado, durante um período de tempo contábil, obviamente *não pode* ser objeto de ‘decisões’” (POSSAS, 1987, p. 71). Assim, a rigor as decisões de não-consumir não devem ser tratadas como decisões de poupar. Por outro lado, as decisões que não se referem ao consumo podem ser entendidas, de forma geral, como decisões de aplicar recursos, seja em ativos de capital ou em ativos financeiros, incluindo aí a moeda e seus substitutos próximos, mesmo porque “[n]inguém pode ... poupar sem adquirir um valor ativo, seja dinheiro, um débito ou bens de capital” (KEYNES, 1985, p. 65). Note-se, no entanto, que tais decisões não estão restritas à parte não consumida da renda, podendo também envolver um processo de endividamento; trata-se, portanto, de decisões, não de um residuo contábil.

reprodução da sociedade. Por fim, vale observar que mesmo que se discorde da definição de poupança sugerida por Keynes no *Treatise*, ou então que se prefira a conceituação apresentada pelo autor na *Teoria Geral*, há que reconhecer-lhe o mérito do rigor conceitual, já que através das definições empregadas naquela obra ele pelo menos atribuiu algum conteúdo e coerência à noção de equilíbrio entre poupança e investimento. Ao menos aquelas definições admitiam a possibilidade de desigualdade também *ex-post* e a concepção de equilíbrio estava nitidamente vinculada à sua igualdade eventual.

Mas mantidas as definições usuais de poupança e investimento, tal coerência não pode ser estendida às abordagens tradicionais, ainda que se substitua a taxa de juros pela renda como variável de ajuste. Por isso a ênfase nas dualidades poupança *ex-ante*/investimento *ex-ante*, poupança *ex-post*/investimento *ex-post*, de forma a distinguir a intenção do ato. Com isto parece mais fácil admitir que o investimento realizado determina a renda e, por esta via, a poupança *ex-post* que lhe corresponde, e, ainda assim, colocar como questão relevante a sua divergência *ex-ante*. Obviamente que o critério de equilíbrio não pode ser sua igualdade *ex-post*, a qual por suposto sempre se realiza¹⁵. Mas de todo modo resta definir com clareza qual o papel de poupança *ex-ante* neste processo. Não resta muita alternativa, a não ser atribuir-lhe algum papel prévio na transformação do investimento planejado em investimento *ex-*

¹⁵ “[Q]uaisquer que sejam as intenções de poupadores e investidores, as duas magnitudes serão *de fato* iguais *ex-post* ..., embora as magnitudes planejadas (*ex-ante*) não sejam iguais, exceto por acaso” (CHICK, 1983, p. 180). Por outro lado, um “nível sustentável (de equilíbrio) da renda irá induzir exatamente a poupança suficiente para igualar o novo nível de investimento, de forma que as duas quantidades são iguais *ex-ante*, assim como *ex-post*” (CHICK, 1983, p. 253).

post, balizando, de alguma forma, a efetivação das decisões de investir. Esta parece nitidamente a opção de GAREGNANI (1989), que procura extrair daí elementos para a dinâmica do sistema: o “equilíbrio requer a igualdade entre investimento planejado e poupança planejada; se aquela igualdade não é satisfeita, o gasto monetário agregado tenderá a mudar ao longo do tempo” (p. 204). Sem dúvida está pressuposto aqui um processo de ajuste com variações da renda agregada, por meio do “qual decisões de investir são tomadas consistentes com as decisões independentes de poupar” (GAREGNANI, 1989, p. 220).

Mas a intenção de Moore e mesmo de V. Chick é um tanto diferente. A ênfase do primeiro na eventual incongruência *ex-ante* daquelas variáveis tem por objetivo tornar explícita a fonte do que seria a “análise monetária truncada da *Teoria Geral*”. É justamente neste ponto que se encontraria “o problema básico de Keynes”: “embora ele pudesse convincentemente demonstrar que a poupança era sempre igual ao investimento *ex-post*, ele não tinha qualquer resposta pronta à crítica sobre a forma através da qual essa igualdade ocorreria *ex-ante*” (MOORE, 1988a, p. 199). Na análise da crítica de Keynes à “doutrina da poupança forçada” Chick levanta uma questão similar. Ao afirmar que “[o] público exercerá ‘uma livre escolha’ das proporções em que dividirá o seu acréscimo de rendas entre poupança e dispêndio”, enfatizando que “as poupanças que resultam [da] ... decisão [de ampliar o nível de investimento] são tão genuínas quanto quaisquer outras”, KEYNES (1985, p. 65-66) estaria falando “sobre a forma de dispor da renda à medida que ela é gerada pelo investimento ... ao fim deste processo”, mas a “doutrina da ‘poupança forçada’ era parte da

proposição que poupança efetiva [*“actual saving”*], quer ‘genuína’ ou ‘forçada’, é uma *pré-condição* para o investimento” (CHICK, 1983, p. 238). Assim, Keynes teria focado sua crítica a esta doutrina na questão errada, reafirmando mais uma vez a igualdade *ex-post*, mas não demonstrando como esse processo pode se viabilizar *ex-ante*¹⁶.

¹⁶ É esclarecedor o comentário de V. CHICK (1983) a respeito desta crítica, aparentemente equivocada, de Keynes: “[i]sto mostra a que tipo de confusão aquela análise atemporal de estática comparativa conduz alguém” (p. 238). A inferência implícita aqui parece clara: seria através de uma análise dinâmica, possivelmente de um processo com seqüência de períodos no estilo da teoria dos fundos de empréstimo, que o papel e a importância da poupança *ex-ante* viriam à tona, substituindo deste modo a referência freqüente nesta polêmica à sua congênere *ex-post*. Mas a fonte de “confusão” neste caso parece ser outra. Do ponto de vista de Keynes a questão da igualdade *ex-ante* entre poupança e investimento e até mesmo a da pretensa relevância da poupança *ex-ante* sequer se colocam. E, como deverá ficar claro no decorrer da exposição, tais questões partem de uma “confusão” tácita entre poupança e recursos para financiar as decisões de gasto. Não são outras as razões para Keynes ter respondido a estas questões sempre reafirmando a igualdade *ex-post* entre aquelas variáveis e procurando distinguir com total nitidez entre poupança e os recursos para financiamento. Já no que se refere aos métodos de análise, KEYNES (1987) considerou o seu “tratamento ... muito mais seguro e idôneo [*‘sounder’*] do ponto de vista lógico” que o “método *ex-post* e *ex-ante*” (p. 184). Qualquer “análise dinâmica” nos moldes deste último estava irremediavelmente associada às dificuldades provocadas pelas peculiaridades dos diversos processos, “todos de diferentes comprimentos e [que] sobrepõem-se um ao outro ... [de forma] que a qualquer tempo dado não havia nenhum resultado agregado observado [*‘realised’*] capaz de ser comparado com alguma expectativa agregada em uma data anterior” (p. 185). Assim, sua tentativa de empregar este método esbarrou na dificuldade de “estabelecer alguma unidade de tempo definida”, tornando “muito artificial qualquer intento de especificar precisamente a [sua] teoria” nestas bases (p. 184). De todo modo KEYNES (1987) admite com certeza uma vantagem do “método *ex-post* e *ex-ante*”: “do ponto de vista da exposição, ... ele traz à tona claramente o tipo de idéia que aquelas pessoas tem em mente, [pessoas] que estão sempre tagarelando [*‘javing’*] sobre retardos temporais e que estão convencidas que há algum sentido importante e significativo no qual poupança e investimento difiram um do outro” (p. 184 - 185). E, de fato, o que *tal* análise dinâmica parece deixar claro é que ela só torna explícito o que já está subentendido no plano lógico: a intenção de atribuir alguma relevância à poupança, em qualquer um dos seus pretendidos sentidos.

A crítica do multiplicador parece atender exatamente ao mesmo objetivo. “A análise keynesiana do multiplicador é ... fundamentalmente equivocada”, já que “a igualdade do investimento planejado com a poupança planejada não ocorre através do ajustamento da renda”, como ela asseguraria (MOORE, 1988a, p. 312)¹⁷. A ênfase de V. Chick é um tanto diferente, mas suas conclusões vão na mesma direção. Analisando diferentes variantes interpretativas do multiplicador, a autora conclui que “não é de forma alguma óbvio porque Keynes empregou o conceito do multiplicador, se ele não acrescenta nada ao Princípio da Demanda Efetiva” (CHICK, 1983, p. 254). Mesmo a “teoria lógica do multiplicador” não resolveria o problema. Por meio dela KEYNES (1985) assegura que a “aplicação [do multiplicador] se verifica continuamente, sem atrasos, em todos os instantes” (p. 92). Assim, no caso de uma ampliação não prevista do investimento agregado, a propensão a consumir deverá assumir uma “série de valores” distintos entre si e de seu futuro valor estável, de forma a garantir que, “em cada período, a teoria do multiplicador continua sendo válida” (p.93). V. CHICK (1983) procura descaracterizar qualquer relevância desta “teoria”: ela “não é de forma alguma uma teoria, mas a descrição de uma relação necessária *ex-post* (nota 2, p. 267), no caso entre o “incremento da demanda agregada” e o “acréscimo do investimento agregado”. Mas, desta forma, perde-se um aspecto importante da questão: Keynes explicita, por esta via e no caso concreto de um acréscimo imprevisto do investimento agregado, que não há

¹⁷ Em artigo mais recente, escrito em resposta às críticas de COTTRELL (1984) às suas próprias críticas ao multiplicador, MOORE (1994) retoma a noção sugerida por V. Chick de um “enigma keynesiano” derivado da identidade *ex post* entre poupança e investimento, apesar de sua provável incongruência *ex ante*, e reafirma a plena endogenia monetária como a solução para o mesmo.

como o consumo induzido impedir que a poupança originada pela expansão do investimento seja igual ao montante agregado do mesmo. Assim, é a propensão a consumir que sofrerá variações período a período, de forma que o excesso da renda agregada sobre o consumo seja, em cada período considerado, de montante igual ao investimento¹⁸.

Mas mesmo que “em todos os instantes” ou “em cada período” o investimento determine a poupança que lhe corresponda, o multiplicador não

¹⁸ BELLUZZO E ALMEIDA (1989) fazem a ressalva que “[o] multiplicador ‘*ex-post*’ ... dá por definida uma relação entre investimento e consumo que, teoricamente, no âmbito do princípio da demanda efetiva só pode ser definido *ex-ante*, isto é no momento em que os capitalistas geram a decisão de gastar e produzir. Neste caso o multiplicador [considerado aqui como *ex-ante*, obviamente,] é sempre igual a 1 (hum)” (p. 120). De fato, o investimento só amplia a renda no montante exato de seu valor. E o consumo, ‘eventualmente’ induzido e em algum grau associado ao pagamento dos “fatores de produção” concomitante ao ato de investir, pode ser tratado como um gasto autônomo que também amplia a renda no montante de seu valor. Assim, uma vez definido o nível de investimento, a renda será consequência da “livre escolha” dos consumidores quanto ao nível de seu consumo, de forma que obviamente a poupança agregada resultante deste processo só poderá ser igual ao montante daquele investimento. *Ex-post* o multiplicador só será um reflexo deste processo. Embora Keynes, com base em suas hipóteses sobre o comportamento dos consumidores, advogasse certa estabilidade da propensão a consumir e, em consequência, do multiplicador, a sua defesa da mencionada “teoria lógica” deixa claro que não há nenhuma ligação indissolúvel entre sua *Teoria Geral* e aquela suposição. Na medida em que as decisões de gasto são autônomas, é o multiplicador *ex-post* que se ajustará à “soberania dos investidores e dos consumidores”. Com isto ficam prejudicadas aquelas críticas a Keynes que se baseiam, ao menos parcialmente, nos “gastos de consumo [como]... uma proporção estável da renda” (MOORE, 1988a, p. 312) e na estabilidade do multiplicador, suposições voltadas, na verdade, a projetar cenários sobre os efeitos, em relação ao emprego e à renda, de uma expansão do investimento, não a comprovar a igualdade deste e da poupança, seja *ex-ante* ou *ex-post*.

resolve a questão acerca da sua igualdade *ex-ante* - nos termos de Moore -, ou ainda não responde à pergunta do que financia o investimento (CHICK, 1983, p. 257). De fato, se esta questão, a do “financiamento do investimento”, “entra na análise ‘keynesiana’ de alguma forma, o que se dá a entender é que ao final do processo do multiplicador, a *poupança* financia o investimento”, algo “obviamente estranho, já que não se pode financiar alguma coisa após ela ter ocorrido, se se necessita *finance* para fazê-la ocorrer em primeiro lugar” (CHICK, 1983, p. 175). Agora parecem claras as razões pelas quais o multiplicador “não acrescenta nada ao Princípio da Demanda Efetiva”, simplesmente porque lhe atribuem funções para as quais ele não foi concebido.

De todo modo a “igualdade ... *ex-ante*” entre poupança e investimento não pode, na lógica horizontalista, ser obtida pela atuação da taxa de juros nominal, por hipótese fixada exogenamente, e tampouco pelas variações da renda, que só *ex-post* dão lugar à poupança. A solução apresentada por Moore, óbvia neste caso, é a criação endógena de moeda, a qual preencheria o *gap* entre a poupança *ex-ante* e o investimento planejado, representando uma espécie de poupança virtual ou melhor, um adiantamento da futura poupança *ex-post* derivada do investimento realizado. Com isto parece claro que a curva de oferta de moeda horizontal viria a preencher as lacunas da “análise keynesiana”, a qual nunca teria levantado “a questão acerca de como o gasto planejado acima da renda corrente é financiado” (MOORE, 1988a, p. 312)¹⁹.

¹⁹ Em sentido similar V. CHICK (1983) afirma que “Keynes parece tomar por concedido [*‘granted’*] o financiamento do investimento” (p. 175).

Nota-se, portanto, que as interpretações de Moore e V. Chick partem da eventual incompatibilidade das decisões de poupar e investir para, em um segundo momento, levantar a questão do financiamento do gasto planejado, sem o qual a própria operação do princípio da demanda efetiva e a expansão da renda, desenvolvimentos básicos empreendidos pelo Keynes da *Teoria Geral*, seriam inviáveis. Sem diminuir em nada a importância desta questão do financiamento das decisões de gasto, não pode escapar a um observador atento o viés tradicionalista e até ortodoxo da forma na qual esta questão é derivada. Em que medida o equívoco na derivação da questão afeta a qualidade da resposta fornecida é o que analisaremos nos próximos itens.

IV.2. Demanda Efetiva e o Financiamento das Decisões de Gasto

Uma crítica freqüente à noção de poupança como fonte dos meios de financiamento sugere que, aceita tal premissa, o investimento e o produto agregado não expandiriam por estarem limitados pela poupança e renda prévias. MOORE (1988a) fornece uma versão algo diferente desta crítica, agregando-lhe a marca de sua cruzada contra a moeda exógena: “[e]m uma economia com moeda mercadoria ou fiduciária, as unidades privadas de renda devem *primeiro* poupar a fim de acumular balanços monetários, que elas posteriormente podem emprestar ou gastar diretamente de forma deficitária. Como em uma economia de escambo, a lei de Say vigora” (p.298).

A moeda de crédito, por outro lado, teria como vantagem justamente a possibilidade de acabar com a exigência desta poupança prévia. Sua existência tornaria possível às “unidades econômicas que desejam realizar gasto deficitário, obter direitos ... sobre as riquezas reais sem requerer que estas ou outras unidades econômicas primeiro poupem” (MOORE, 1988a, p. 298). Por isso a moeda de crédito não só permitiria que “*o gasto agregado não [mais estivesse] ... limitado pela renda agregada*”, como também destruiria a própria “universalidade da ... lei de Say” (MOORE, 1988a, p. 316), abrindo, deste modo, as portas para a expansão da renda e do produto.

O primeiro aspecto relevante nesta questão, anterior mesmo à discussão acerca do papel da moeda na expansão da renda, refere-se à assertiva que pode ser inferida a partir daquela crítica inicial e que, de certa forma, parece subentendida na versão proposta por Moore. Realmente é necessário verificar, em primeiro lugar, a veracidade da suposição que em uma economia estacionária os recursos poupados financiam o investimento²⁰.

²⁰ Obviamente que em Moore esta discussão está permeada pela contraposição entre moeda exógena e moeda de crédito. Nossa opção, contudo, é realizá-la na medida do possível sem especificar qualquer forma monetária, até porque nosso interesse neste momento não é analisar a endogenia, mas sim as características que Moore relaciona à sua ausência ou presença. Por exemplo, a relação entre moeda, lei de Say e estado estacionário - “[a] lei de Say indica na essência as implicações contábeis do fluxo circular da renda em estado estacionário” (MOORE, 1988a, p. 382) - ou então entre moeda e mudança - “[p]ara a moeda de crédito tal abordagem [a análise de equilíbrio] infelizmente oculta os verdadeiros processos causais por meio dos quais a mudança ocorre” (MOORE, 1988a, p. 302).

Em seus escritos pós-*Teoria Geral* Keynes analisou à exaustão a relação entre poupança e os meios de financiamento. Embora sua análise não se dirija especificamente a uma economia estacionária, suas conclusões mantêm plena validade também nesta situação. A primeira conclusão relevante é que “*gastar libera fundos tanto quanto poupar*”, ou melhor que a “[m]oeda que é gasta em consumo prévio flui para o mesmo *pool* de fundos disponíveis que a moeda ... poupada” e assim tanto uma como outra estão “disponíve[is] para financiar ... a aquisição de bens de capital ou de bens de consumo” (KEYNES, 1987, p. 282-283). Portanto, no que se refere a “liberar moeda e restaurar a liquidez” necessária à manutenção do nível de atividade, a “[p]oupança não tem qualquer eficácia especial, quando comparada ao consumo”. Ao contrário, o “[c]onsumo [não] só [o] faz tão bem quanto; ele de fato faz melhor, já que um aumento na riqueza [financeira, resultante da liberação de liquidez via aquisição de títulos de dívida,] pode envolver um aumento mais ou menos proporcional na demanda por moeda inativa”, a moeda da circulação financeira (KEYNES, 1987, p. 233).

Neste caso, a poupança familiar, entendida como diferença entre a renda e o consumo das unidades familiares em determinado período, é substituída com vantagens pelo gasto realizado na qualidade de fonte de recursos para viabilizar

decisões de investimento²¹. Tanto faz aqui que a economia esteja em crescimento ou em estado estacionário. No primeiro caso a única exigência adicional, do ponto de vista dos recursos para o financiamento, é que o mesmo sistema que realiza a intermediação de recursos monetários entre “unidades superavitárias” e “unidades deficitárias” seja capaz de criar crédito *ex nihilo*. Trata-se, portanto, de não tornar essencial à operação de uma economia empresarial a noção que o “setor familiar como um todo é tipicamente um credor líquido”, enquanto “[o]s setores empresarial e governamental são devedores líquidos”, ou então a noção segundo a qual as “[f]amílias poupam, as firmas investem e o investimento é financiado por empréstimos” (CHICK, 1983, p. 177), sob o risco de, inadvertidamente, sugerir que a poupança familiar fornece a base para o financiamento do investimento. Trata-se enfim de reconhecer que,

²¹ Se levarmos as sugestões anteriores de Keynes ao seu limite, podemos imaginar uma economia que opera segundo uma versão adaptada da máxima kaleckiana: “os [consumidores] gastam o que ganham e [as empresas] ganham o que gastam”. Neste caso, a inexistência de poupança a nível familiar contrasta com a poupança agregada, i.e com a parte não-consumida da renda total da comunidade, que não seria, de forma alguma, nula. Seu montante seria a resultante do que as empresas resolveram gastar em investimento, ficando a cargo do gasto realizado previamente e do sistema financeiro a liberação/criação de liquidez para viabilizar tais decisões. No estado estacionário o sistema financeiro se limitaria à redistribuição dos recursos das empresas “superavitárias” para as “deficitárias”, ou então à intermediação da “poupança empresarial” (CHICK, 1983, p. 176), para quem não consegue se desvincular da terminologia. De todo modo, esta versão do aforismo kaleckiano requer que a hipótese original seja estendida ao conjunto dos consumidores, inclusive aos capitalistas, de forma que a parcela da renda não-assalariada que é distribuída aos proprietários das sociedades anônimas (empresários e rentistas), como participação nos lucros, deva ser totalmente gasta em consumo. Por menos realista que isto seja no caso do consumo capitalista, vale mencionar que mesmo a suposição original de Kalecki não tem “qualquer essencialidade lógica ou teórica”, sendo igualmente dispensável numa apresentação genérica do princípio da demanda efetiva (vide a respeito POSSAS, 1987, p. 55). Mas esta nova versão teria, ainda assim, a vantagem de aproximar a máxima kaleckiana de uma “abordagem setorial” de viés ortodoxo, tipo “setor empresarial”/ “setor familiar”, “firmas” e “consumidores”, para ao final reafirmar a irrelevância da poupança.

mesmo em uma economia estacionária - na qual obviamente o nível de poupança agregada permanece estável ao longo do tempo -, a necessária igualdade “contábil” entre poupança e investimento não contém qualquer relação de precedência e/ou causalidade dos atos de poupar - “de adiar o dispêndio da renda corrente em bens de consumo” (MOORE, 1988a, p. 296) - em relação às decisões de investir, como a referência às “implicações contábeis” da lei de Say pode sugerir.

De todo modo, ao contrapor as “economias” em função de suas particularidades no financiamento do dispêndio, a intenção de Moore é enfatizar as dificuldades de ampliação da demanda agregada na vigência das moedas mercadoria ou fiduciária. Nestas duas situações o crescimento da demanda e do produto exige ou o aumento da velocidade renda da moeda ou a ampliação exógena de seu estoque (MOORE, 1988a, p. 303). Ao contrário, na economia com moeda de crédito o gasto acima da renda corrente “pode ser financiado tanto pela redução nos estoques acumulados de ativos monetários (desentesouramento) ou não-monetários (venda de ativos), como também pela venda de ativos financeiros recém-emitidos (empréstimos)” (p. 297). Portanto a expansão do crédito possibilita neste caso o crescimento endógeno do estoque de moeda.

Mas MOORE (1988a) acrescenta à discussão outro elemento importante: o “fato que a razão dos encaixes monetários, em um conceito amplo [M_3], sobre a renda seja razoavelmente estável ao longo do tempo indica que os ativos financeiros recém-emitidos financiam a grande maioria dos aumentos na

demanda agregada no longo prazo” (p. 297). Note-se que é justamente este último adendo que permite ao horizontalismo a completa inversão da teoria quantitativa em sua versão monetarista. Primeiro, porque ele nasce da constatação empírica que a velocidade-renda em um conceito amplo (M3) “tem permanecido consideravelmente estável ao longo de períodos substanciais” (p. 305); formulada a partir de dados para a economia americana, esta conclusão é estendida pelo autor a outros países, ao notar, também neste caso, uma forte correlação “entre as mudanças anuais no produto nacional bruto e as mudanças anuais no total de crédito bancário ao setor privado” (p. 308). Segundo, porque a partir desta constatação e da noção de moeda de crédito é possível estabelecer uma contraposição total entre exogenia e endogenia, entre causa e consequência na relação moeda/renda nominal. Portanto, se na vigência das moedas mercadoria ou fiduciária a expansão do estoque de moeda tinha motivação necessariamente exógena e, como consequência, poderia ser vista como a *causa* das mudanças econômicas²², na economia com moeda de crédito ela é sempre a *consequência* das decisões de gasto acima da renda corrente.

²² Esta conclusão é derivada por HICKS (1978), que para isto recorre a um acontecimento histórico específico - a entrada, na Espanha, de prata das colônias espanholas na América. “Nesse caso”, observa o autor, “não há nenhuma dúvida de que a oferta de moeda foi exógena”. E conclui também “não há dúvida de que a entrada de prata é a causa, quaisquer que possam ter sido seus efeitos”. No entanto, é necessário mencionar que Hicks, antes de explicitar esta última conclusão, faz a significativa ressalva que “[e]mbora às vezes tenham sido detectados efeitos dos preços sobre os incentivos para a prospecção de metais preciosos, não foi nenhuma escassez (nova) especial de ouro e prata que levou Cortez ao México e ao Peru” (p. 67-68). Assim, embora isto não se aplique ao caso específico analisado pelo autor, Hicks parece admitir a possibilidade tanto de alguma influência endógena na expansão do estoque de moeda-mercadoria, como desta influência turvar, de alguma forma, a “identidade” entre a exogenia deste estoque e a quantidade de moeda como fator causal.

Vale ressaltar a importância que a estabilidade da velocidade-renda cumpre na formulação horizontalista. Ela torna possível, por exemplo, a conclusão freqüentemente reafirmada por Moore que o crescimento do crédito deve acompanhar *pari passu* a expansão da demanda e da renda²³. Mas ainda assim ele não fornece uma argumentação mais sólida para justificar esta “regularidade” no comportamento da velocidade. A discussão a respeito se restringe basicamente a dois aspectos. Em primeiro lugar, aos fatores que influenciam “a relação saldos monetários/renda nacional”; além do “total de retornos pecuniários e não-pecuniários oferecidos sobre os depósitos bancários”, discutidos com maior detalhe, MOORE (1988a) se limita a mencionar “fatores institucionais, tecnológicos, culturais e históricos que os economistas

²³ “Na medida que a velocidade da moeda em um conceito amplo permaneça constante, a demanda agregada irá subir ou cair acima ou abaixo de seu valor corrente ... em uma quantidade igual ao aumento ou decréscimo no total de crédito bancário”. No entanto, MOORE (1988a) afirma, de forma surpreendente, na continuidade do texto que “isto [“o aumento ou decréscimo no total de crédito bancário”] ... governa a quantidade de gasto agregado líquido, deficitário ou superavitário” (p. 334) ou ainda, em outro trecho, que a “taxa na qual ela [“a moeda de crédito”] é emitida governa a taxa de crescimento da demanda agregada” (p.291). Se a moeda de crédito é emitida, em termos líquidos, na medida exata da demanda por crédito para viabilizar o conjunto das decisões de gasto acima da renda corrente, parece lógico considerá-la como a consequência da expansão da demanda, não como o fator que controla esta última. Este também parece ser o sentido da afirmação de Nogueira da COSTA (1993) que, “de acordo com uma ‘lei de Say invertida’ (a demanda cria sua própria oferta), ... a moeda creditícia ... é sensível à demanda” (p. 64). ROUSSEAS (1989) sugere a mesma conclusão, mas em um tom crítico: “[o] que nós temos aqui é uma curiosa inversão da Lei de Say aplicada ao setor monetário: *a Demanda cria totalmente sua própria oferta*” (p. 475). Mas MOORE (1989b), mais uma vez de forma surpreendente, contesta tal crítica de Rouseas, afirmando que a “Lei de Say *não* é invertida - para a moeda, a oferta cria a sua própria demanda” (p. 485). E para completar a confusão, ele acrescenta, neste mesmo texto e em outros, que há uma “causalidade bidirecional [*sic*] entre moeda e renda” (MOORE, 1989b, p. 484). Pois “[a] mudança monetária tanta *causa[ria]*, como [*seria*] causada pela mudança da renda” (MOORE, 1995, p. 262).

tradicionalmente tratam como um parâmetro sob as denominações ‘preferências’ e ‘tecnologia’” (p. 352). O segundo aspecto abordado por Moore tem como objetivo distinguir suas suposições e decorrências, associadas à velocidade-renda, das hipóteses e conclusões monetaristas. Assim, a “estabilidade da velocidade não significa que a inflação seja *causada*, por uma oferta excessiva de moeda” (MOORE, 1988a, p. 351), mesmo porque no caso de uma moeda “que é fornecida pelos bancos na medida das necessidades do mercado” (HICKS, 1978, p. 77), a própria noção de excesso de oferta não parece fazer sentido. Por outro lado, o aumento da velocidade com a taxa de inflação pode ser explicado em outros “termos”, que não os “comportamentais”, de tradição monetarista. Para explicá-lo não é necessário considerar “a inflação como uma espécie de ‘imposto’ sobre o estoque nominal de encaixes monetários do setor privado” (MOORE, 1988a, p. 363), para com isto atribuir aos agentes um comportamento redutor de seus saldos monetários. Mesmo que eles mantenham inalterado seu “comportamento em relação à poupança monetária”, a própria “taxa mais rápida de inflação deve necessariamente reduzir a relação moeda/renda monetária ... devido à taxa mais rápida de crescimento da renda monetária” e “assim elevar a velocidade-renda” (p. 365).

Como se nota a discussão nos moldes propostos por Moore não incorpora qualquer preocupação com os papéis distintos da moeda na circulação da renda e dos ativos. Está, portanto, muito distante da perspectiva apresentada por Keynes no *Treatise*, e também de seu tratamento bem mais enxuto na *Teoria Geral*, já que nos dois casos é nítida a intenção de relacionar, pelo menos do ponto de vista analítico, a moeda, em suas diferentes funções, às duas esferas de

circulação. Além do papel praticamente nulo da circulação financeira na análise de Moore, com citações esparsas e sem qualquer relevância para suas conclusões, o motivo para isto talvez possa ser encontrado no receio que aquela perspectiva traga consigo considerações sobre a diferenciação dos agentes e sobre seu comportamento na relação com a moeda enquanto um ativo, algo com um viés quiçá monetarista. De todo modo, com base em dados empíricos, MOORE (1988a) conclui que “a velocidade-renda da moeda em um conceito amplo é razoavelmente estável no médio prazo para a maioria dos países” analisados (p. 325)²⁴. Tal conclusão permite contrapor com maior facilidade a economia com moeda de crédito às economias com moeda-mercadoria ou fiduciária, como se fossem possíveis estados antitéticos da economia mercantil. Afinal só no primeiro caso o financiamento das decisões de gasto poderia se dar basicamente via expansão do crédito, como instrumento alternativo ao aumento da velocidade-renda e à diminuição do entesouramento, característicos da expansão da demanda nos outros tipos de economia. Portanto, é a própria existência da moeda de crédito que permitiria pôr por terra a lei de Say e tornar válido o princípio da demanda efetiva.

Victoria Chick também discute a questão da relação entre as possibilidades de financiamento e a validade do princípio da demanda efetiva. Da

²⁴ Ao comentar a “Teoria Quantitativa Clássica”, HICKS (1978) observa corretamente que “ $MV = PQ$ não é mais que a definição de uma razão; não tem poder explicativo. Deve-se admitir que a razão (V) é estável na prática; mas por que deveria sê-lo? Quaisquer regularidades que sejam encontradas na prática devem ser explicadas” (p. 68). É óbvio que tal observação independe da direção causal que se atribua à equação acima.

mesma forma que em Moore, tal discussão está amarrada à análise da relação entre poupança e investimento, a qual acaba estabelecendo os contornos a partir dos quais a questão tem sido tratada pela autora desde sua colocação preliminar na obra *Macroeconomics After Keynes*: “[a] exatidão da proposição que o investimento precede a poupança ... depende do estágio de desenvolvimento atingido pelos bancos” (CHICK, 1983, p. 190). Por este motivo, em trabalhos posteriores, V. CHICK (1986, 1989) procura enumerar os estágios de evolução do sistema bancário e analisar o seu impacto sobre a relação entre a poupança e o investimento. No primeiro estágio os bancos seriam “numerosos, pequenos e do ponto de vista geográfico parcialmente isolados. Os passivos bancários não [seriam] ... amplamente usados como meios de pagamento. Portanto, os bancos funcionavam principalmente como depositários de poupanças; os balanços transacionais não circulavam através deles em qualquer extensão significativa ... Neste estágio os depósitos são poupança, como um todo” (CHICK, 1986, p. 4). No segundo estágio “[o] sistema bancário demonstrou sua viabilidade e ganhou a confiança do público. O número de bancos é menor e seu tamanho médio é maior. A ramificação é desenvolvida, contribuindo para a distribuição do risco e para a conveniência [do emprego] dos depósitos como meio de pagamento, assim como reduzindo a perda de depósitos após a expansão dos empréstimos. Além disso, a consolidação dos acordos de compensação encoraja o deslocamento para os depósitos como meios de pagamento” (CHICK, 1986, p. 5)²⁵.

²⁵ Uma tentativa de relacionar estes estágios de evolução do sistema bancário e a discussão acerca da endogenia monetária pode ser encontrada em NIGGLE (1991).

Assim, a característica básica desta evolução em seu início teria sido o emprego de forma cada vez mais generalizada dos depósitos bancários como meios de pagamento, o que permitiu romper com a situação característica do primeiro estágio, na qual a “poupança determina[va] o volume de investimento” (CHICK, 1986, p. 4). Na medida em que os depósitos agora “representam toda a renda, tanto faz se destinada ao consumo ou à poupança ... [t]orna-se adequado argumentar que o investimento pode preceder a poupança, porque os empréstimos bancários, baseados tanto nos fluxos de consumo como de poupança alojados com eles, desempenham um papel significativo no financiamento do investimento” (CHICK, 1983, p. 6). A evolução subsequente do sistema bancário, com a criação de mecanismos de empréstimos interbancários, com o firme estabelecimento do papel de prestador de última instância atribuído ao banco central, com o movimento em direção a uma “economia de crédito puro” e com a generalização da prática de “gerenciamento do passivo” não mais alterou, em nenhum momento, “a prioridade causal do investimento sobre a poupança” (CHICK, 1986, p. 13). Ao contrário, o aumento da autonomia da política de empréstimo bancário em relação ao total de reservas, até no limite reverter o nexos causal na relação entre reservas e depósitos (empréstimos), só fez ampliar a independência do investimento em relação à poupança precedente, confirmando a validade do princípio da demanda efetiva, em operação já desde o segundo estágio de desenvolvimento daquele sistema.

Duas questões parecem ser mais relevantes nesta discussão. A primeira, de ordem mais metodológica, foi colocada por CHICK (1983) logo de início, de uma forma aparentemente convincente: ela procura enfatizar a importância dos

elementos históricos na avaliação dos acertos de uma teoria, observando que “[a] teoria ‘correta’ é decidida tanto pela história como pela lógica” (p. 191). Recuperando a afirmação de Hicks que “no campo monetário é necessário conectar a teoria com a história”, CHICK (1989) critica então aquele tipo de visão econômica que “seguindo ... uma noção da física”, julga que uma “teoria ‘livre de instituições’ tende a ser avaliada como ‘científica’ e uma abordagem ‘institucional’ é vista como anti-teórica” (p.1). Em outro texto ela acrescenta ainda que freqüentemente “desenvolvimentos nas instituições e em suas práticas não se tornam explicitos no trabalho teórico. O teórico pode ser inibido pela suposição geral que a teoria econômica deva ser independente do tempo, como, digamos, a física” (CHICK, 1986, p. 3).

Parece claro que o apelo desta argumentação genérica de V. Chick é ainda maior se o tipo de abordagem teórica suposta em sua crítica for, como parece provável, a noção walrasiana de equilíbrio geral, com sua total ausência de apego à temporalidade e infinita distância do “mundo real”. Mas pelo menos do ponto de vista da questão específica sob análise, a ênfase da autora no papel do elemento histórico parece ter como objetivo atingir outro tipo de abordagem supostamente a-histórica, aquela que poderia ser associada ao princípio keynesiano da demanda efetiva: ‘a inversão da causalidade na relação poupança-investimento proposta por Keynes ... não deve ser vista como o triunfo de uma teoria correta sobre o erro mas como uma mudança no que constitui a teoria correta devido ao desenvolvimento do sistema bancário’ (CHICK, 1986, p. 2). A história estaria assim fornecendo os elementos para a evolução lógica da teoria.

De toda forma esta observação de V. Chick não parece dirigida a Keynes, mas àqueles seus intérpretes que teriam tornado tal inversão uma verdade permanente, em qualquer época e lugar. Neste caso o erro de Keynes teria sido não explicitar devidamente os condicionamentos históricos de sua teoria. A intervenção de HICKS (1978), alertando para os condicionantes de qualquer teoria monetária, em particular para sua expressão na obra de Keynes, permitiria preencher aquela lacuna em sua teoria: “[g]rande parte do melhor trabalho sobre [m]oeda é fatural ... provocado por determinados episódios, por experiências vividas na época do autor”; no caso de Keynes, experiências retratadas em “sua preocupação com o problema ... da reconstrução monetária na década de vinte e com a [d]epressão de trinta” (p. 63)²⁶.

O problema, no entanto, é que tais considerações não parecem fazer jus às concepções de Keynes. O princípio da demanda efetiva e outros conceitos gerais de sua teoria foram formulados para um tipo específico de economia, a “economia empresarial”. Sua contraposição entre “economia monetária” e “economia de intercâmbio real” já indica as alternativas de conceitos com os

²⁶ Não há qualquer motivo para negar o papel destas experiências na formulação teórica de Keynes. Ele próprio, ao comentar o que é específico desta formulação, a “moeda como um fator ‘real’”, reconhece que “as condições requeridas para a ‘neutralidade’ da moeda ... são ... precisamente as mesmas que irão assegurar que as crises *não ocorram*”. E complementa: “[s]e isto é verdade, a [ciência da] economia do intercâmbio real ... é uma arma excepcionalmente cega para tratar o problema dos *booms* e depressões. Pois ela exclui a própria matéria sob investigação” (KEYNES, 1973, p. 410-411). Disto, no entanto, não se deriva necessariamente aquelas restrições à generalidade da teoria de Keynes propostas por Hicks e por V. Chick. Mesmo que sua formulação teórica tenha sido “provocad[a]”, como parece bem provável, pela força com que a não-neutralidade da moeda se explicitou naqueles “episódios”, tal característica básica deste ativo é, de todo modo, intrínseca à economia monetária em qualquer época e local, até por definição.

quais ele opera e como a moeda, enquanto unidade de conta, meio de troca e de pagamento e enquanto ativo líquido típico, constitui o elemento chave na diferenciação destes dois tipos de economia²⁷. Sua opção não parece assim desprovida de história. Ela, no entanto, sugere que aqueles conceitos representam características gerais de um tipo específico de economia, ainda que o desenvolvimento histórico de suas instituições possa alterar a forma na qual tais conceitos operam.

Há ainda outra possibilidade, talvez mais esclarecedora, de abordar esta questão. POSSAS (1987, p. 50-58) propõe uma “formulação geral” do princípio da demanda efetiva nos marcos de uma “economia mercantil simples”, indicando assim que para sua validade “é suficiente a presença do dinheiro com todas as funções que assume no processo de produção e circulação de mercadorias - o que inclui a *de meio de pagamento* (e portanto relações de débito e crédito) e a *de reserva de valor* (‘entesouramento’, ainda que sem o componente especulativo que é típico do capitalismo)” (p. 57). A importância desta alternativa transcende a simples discordância com a opção de Moore e mesmo com a de V. Chick. Na verdade ela revela uma constatação de cunho metodológico importante: a existência de categorias ou conceitos perenes em uma economia mercantil/monetária, que pelo menos no caso do princípio da demanda efetiva aqueles autores pretendem negar. A vantagem de defini-lo “sem recorrer a caracteres especificamente capitalistas” (p. 56) reside justamente em

²⁷ Uma diferenciação que, como o próprio autor observa, “é ... mais marcante e talvez mais importante quando chegamos à discussão da taxa de juros e à relação entre o volume de produto e a quantidade de dispêndio”, já sugerindo, portanto, sua conexão com a preferência pela liquidez e com o princípio da demanda efetiva (KEYNES, 1973, p. 410).

indicar que as propriedades estritamente mercantis do capitalismo já bastam para viabilizar sua operação. Evita-se assim transformar o processo de endividamento no capitalismo contemporâneo - cuja contrapartida é a ampliação da autonomia dos gastos frente a renda prévia e a maior possibilidade de criação endógena de moeda - de um fator amplificador do princípio da demanda efetiva em uma condição necessária à sua própria definição.

De todo modo, a identificação entre a validade do princípio da demanda efetiva e a existência da moeda de crédito suscita a segunda questão relevante neste debate: a confusão, implícita na abordagem horizontalista, entre moeda e poupança e entre moeda de crédito contemporâneo e o crédito. A primeira parece uma decorrência lógica de atribuir validade à lei de Say na ausência da moeda de crédito e da suposição correlata que a poupança prévia financeira neste caso os gastos acima da renda corrente. Vale mencionar que tanto em Moore como em V. Chick esta discussão está sempre associada a uma definição no mínimo dúbia de poupança, às vezes entendida como o excesso da renda sobre o gasto corrente ou sobre o consumo, outras como o acúmulo de saldos monetários e financeiros²⁸. No entanto, tal acúmulo, pelo menos no caso das empresas, pode ser obtido por meio da venda de seus serviços e produtos, uma alternativa “realmente muito mais segur[a] - pois não há risco que o consumo ... venha [no

²⁸ “Em uma economia com moeda mercadoria ou fiduciária, as unidades privadas de renda devem *primeiro* poupar para acumular balanços monetários” (MOORE, 1988a, p. 298); ou então “[n]o caso de uma economia com moeda-mercadoria ... os saldos monetários podem ser acumulados somente pela poupança a partir da renda passada ou corrente” (p. 302-303). V. CHICK (1983) sugere a seguinte definição: “[o] excesso da renda sobre o consumo se apresenta para um indivíduo como uma soma de moeda que ... deve encontrar o seu caminho em algum investimento financeiro, incluindo depósitos bancários e moeda. Este ... processo de poupança ... é a aquisição de ativos financeiros” (p. 181).

futuro] a tomar a forma de um maior desejo por moeda” (KEYNES, 1987, p. 221), como pode ocorrer no caso do vencimento de títulos de dívida adquiridos pelos poupadores. Deste modo, a dubiedade na definição de poupança torna possível associar o acúmulo de saldos monetários necessários à implementação de decisões de investir a um excesso de renda prévia sobre o gasto corrente ou sobre o consumo, um conceito, pelo menos nesta última versão, só justificável a nível microeconômico no plano do orçamento familiar. No entanto, é com base nesta identificação entre a poupança dos agentes e o acúmulo de saldos monetários que se deduz que a poupança financeira o investimento, revelando desta forma “as implicações contábeis do fluxo circular da renda”, próprias de uma economia sem moeda de crédito.

A opção de Keynes, ao contrário, é distinguir com nitidez entre poupança e saldos monetários. Primeiro, porque o que é necessário para efetivar as decisões de gasto são recursos monetários, moeda, não poupança. Segundo, porque esses recursos representam “um fundo rotativo que sempre pode ser usado de novo. Ele não absorve e não exaure quaisquer recursos. O mesmo *‘finance’* pode manejar um investimento após o outro”, enquanto “[a] poupança pode ser usada somente uma vez”, pois “[e]la diz respeito à adição líquida ao estoque de ativos reais” (KEYNES, 1987, p. 209).

De todo modo, excluindo-se o desentesouramento e a venda de ativos previamente acumulados, os agentes só podem expandir seus gastos com acesso a crédito. A questão, neste caso, é analisar em que medida é legítimo identificar o surgimento e o desenvolvimento do crédito à existência da moeda de crédito na

sua forma contemporânea. A discussão deve começar pela função da moeda como meio de pagamento. É nesta função que a moeda viabiliza a circulação de mercadorias sem sua participação física direta, fornecendo deste modo a base para o desenvolvimento das relações de débito e crédito em uma economia mercantil. Formulada por MARX (1984), em seus traços essenciais, nos marcos de uma “economia mercantil simples”, a moeda como meio de pagamento permite que “[a] mercadoria ... circul[e], ... [ainda que ela] realiz[e] seu preço somente sob a forma de um título de crédito de direito privado” (p. 150), cujo equivalente em “dinheiro” só irá aparecer no futuro. Dado o entrelaçamento das relações de débito e crédito, tais títulos não só permitem uma “economia dos meios de pagamento”, em função da possibilidade de cancelamento mútuo de diferentes débitos, como também eles mesmos transformam-se em “dinheiro de crédito”, na medida em que “são novamente colocados em circulação para transferir os créditos” respectivos. Portanto, sugere MARX (1984), “[o] dinheiro de crédito se origina diretamente da função do dinheiro como meio de

pagamento” e “na medida que o sistema de crédito se expande, o mesmo ocorre com [esta] ... função da moeda” (p. 153-154)²⁹.

Em contraste com esta derivação lógica das relações de débito e crédito a partir da função da moeda como meio de pagamento, GALBRAITH (1983) desenvolve uma abordagem basicamente factual. Pretendendo traçar uma “história [ainda que restrita,] da moeda” (p. 5), ele recupera alguns aspectos de sua origem e evolução na Antiguidade e Idade Média, como, por exemplo, o emprego dos mais diversos artigos nesta função, o uso dos metais e a sua cunhagem; mas é principalmente com a discussão sobre o desenvolvimento das relações e instituições monetárias do mundo moderno que o autor se ocupa. Dois aspectos de sua análise parecem importantes para nossa discussão. O primeiro é apresentado por GALBRAITH (1983) com base na experiência holandesa e refere-se à criação do Banco de Amsterdam: neste país “não menos de quatorze casas da moeda estavam então [em 1606] produzindo dinheiro; havia, como sempre, uma vantagem em substituir o dinheiro de melhor qualidade pelo [de pior

²⁹ Vale mencionar que “[o] caráter de credor ou de devedor se origina aqui da circulação simples de mercadorias”, mas que estes “mesmos caracteres podem se manifestar independentemente da circulação de mercadorias”, como ilustra MARX (1984) com exemplos do “mundo antigo” e da “idade média” (p. 149-150). O autor alerta ainda para as dificuldades que a função meio de pagamento traz à possibilidade de relacionar “a massa de dinheiro ... e a massa de mercadorias” de determinado período: “[m]esmo sendo dados os preços, a velocidade de circulação do dinheiro e a economia dos pagamentos, já não coincidem mais a massa de dinheiro que gira e a massa de mercadorias que circula durante um período, durante um dia, por exemplo. Está em curso dinheiro, que representa mercadorias retiradas da circulação há muito tempo. Circulam mercadorias cujo equivalente em dinheiro só aparece no futuro. Por outro lado, os pagamentos contraídos a cada dia e os pagamentos que vencem nesse mesmo dia são grandezas inteiramente incomensuráveis” (p. 153). Uma observação que sem dúvida lembra a crítica de Keynes à tentativa de vincular a quantidade de moeda aos bens e serviços comercializados em dado período, simplesmente porque não são grandezas que se refiram necessariamente uma à outra.

qualidade] que era aceito. Era muito inconveniente para cada mercador pesar as moedas recebidas; as balanças também eram justificadamente muito suspeitas ... Assim surgiu, para regulamentar e limitar o abuso da moeda, o primeiro banco público digno de nota” (p. 15-16)³⁰. Oriunda do interesse em evitar a adulteração do meio de troca, parece claro que a criação do banco estava diretamente associada às relações mercantis do período, sendo, portanto, natural que seus depósitos estivessem, “de acordo com as instruções de seus proprietários, sujeitos à transferência a outros indivíduos para pagamento de suas contas”, um “serviço [que, aliás,] tinha, por muito tempo, sido oferecido pelos [próprios] precursores privados do Banco”. Neste caso, “[a] moeda em depósito servia como dinheiro pelo fato de estar num banco e estar sujeita à transferência por um golpe de pena” (p. 20). De certa forma eram os próprios certificados de depósito que substituíam a moeda como meio de troca.

O segundo aspecto da questão, decorrência direta do anterior, refere-se à criação da moeda bancária: “[i]nevitavelmente foi descoberto ... que outro golpe de pena daria a um tomador do Banco, diferente do credor do depósito original, um empréstimo com base nesse depósito ocioso ... O depósito inicial ainda permanecia a crédito do depositante original. Mas havia agora um novo depósito correspondente ao empréstimo. Ambos poderiam ser usados para realizar

³⁰ Acerca do histórico deste banco é esclarecedor reproduzir um trecho de Adam Smith, extraído por GALBRAITH (1983) do livro *A Riqueza das Nações*: “[p]ara eliminar os inconvenientes [acima mencionados], foi estabelecido um banco em 1609, com a garantia do governo da cidade. Este banco recebia as moedas estrangeiras e as moedas leves [ou aviltadas] do país ao seu valor intrínseco em termos do padrão monetário local, deduzindo apenas o necessário para cobrir as despesas de cunhagem e os outros gastos de administração. Para o valor remanescente, após essas pequenas deduções, era feito um crédito em seus livros” (p. 15-16).

pagamentos, ou seja, como moeda. A moeda, portanto, era criada”. Se, além disso, o tomador de empréstimo recebesse uma “nota [bancária] resgatável em dinheiro”, no lugar de um certificado de depósito, e a usasse para efetuar seus pagamentos, poderia dar origem a uma sequência de transações, todas elas realizadas contra a entrega daquela “nota [bancária]”, de forma que a mesma estaria funcionando, até seu resgate em dinheiro, como meio de troca e quiçá continuasse atuando desta maneira “*ad infinitum*”. Esta teria sido a “alternativa ... maravilhosamente explorada na República Americana”, nos seus primórdios (GALBRAITH, 1983, p. 21).

A moeda bancária é derivada de forma um tanto diferente por HICKS (1978). Ele parte da constatação que “[u]ma das formas mais antigas de realizar despesas superiores à receita foi [obtida] ... através de promessas de pagamento”, para concluir que tais promessas se tornavam “(pelo menos temporariamente) uma espécie de moeda”. Sugere, a seguir, que o “aparecimento dos bancos” tornou este procedimento “apenas ... mais formal. Sobre a base da moeda metálica se constrói uma pirâmide de substitutos da moeda; gradualmente eles se tornam mais firmes, até que, finalmente, a transferência de uma promessa

de pagamento bancária é considerada o fechamento de uma transação” (p. 75)³¹. A evolução subsequente generaliza o uso desta promessa de pagamento na forma de uma “moeda bancária”, mas é o fim da conversibilidade em “moeda metálica” que explica, realmente de forma plena, seu caráter de “moeda de crédito”. Agora “não há [mais] moeda que não seja de crédito. Toda moeda é a promessa de pagamento feita por alguém”. No entanto, “tudo o que pode ser prometido é a conversibilidade de uma promessa em outra, outra ... que o credor prefira no momento”, seja porque elas apresentam “diferentes graus de confiabilidade” ou então por que tais graus “podem mudar uns relativamente aos outros” ao longo do tempo (p. 78).

Não há em Moore tal preocupação em acompanhar, seja do ponto de vista lógico ou histórico, a evolução do sistema monetário e das relações de débito e

³¹ Vale mencionar que HICKS (1978, p. 70-74) desenvolve inicialmente um “modelo simples” baseado na suposição da “moeda metálica ... [como] o único meio de pagamento” (p. 71). Mesmo neste contexto ele admite a existência de um sistema de empréstimos, mas o faz na forma de um “mercado de capitais” incipiente, de modo que “uma tendência a gastar menos do que as receitas implicaria um crescimento dos tesouros, [enquanto] a tendência a gastar mais implica[ria] sua diminuição” (p. 72). Seu “modelo simples” lembra, portanto, muito a economia com moeda-mercadoria de Moore, na qual a expansão do gasto exigiria o desentesouramento ou/e a entrada exógena de moeda. De todo modo, é necessário lembrar a ressalva do próprio autor: “o surgimento do mercado de capitais e dos bancos se deu, historicamente, ao mesmo tempo, e talvez devam evoluir juntos”. Assim parece “difícil [tanto] manter a hipótese da moeda metálica quando se supõe a generalização do sistema de empréstimo”, como desconhecer que “[m]esmo num nível baixo de desenvolvimento financeiro” as “promessas de pagamento” já funcionavam como “uma espécie de moeda” (p. 74-75).

crédito. Sua intenção se restringe, neste aspecto, à contraposição entre as possibilidades muito mais restritas de financiamento em uma economia com moeda-mercadoria ou fiduciária e aquelas muito mais amplas de uma economia com moeda endógena. É na caracterização deste último tipo de economia que ele então revela alguns aspectos básicos de sua concepção sobre a moeda de crédito. Menciona, por exemplo, a necessidade “de um mecanismo de compensação para os instrumentos de crédito privado, que torne possível aos depósitos à vista funcionarem como meio de troca” (MOORE, 1988a, p. 20-21). Vale lembrar que este aspecto é abordado por MARX (1984) como uma consequência natural da “concentração dos pagamentos na mesma praça” (p. 151). Em Galbraith e Hicks, no entanto, tal questão não é analisada, embora o desenvolvimento de seu raciocínio em termos de certificados de depósito, notas e promessas de pagamento bancárias pareça indicar que estes autores incorporam, implicitamente, a existência de mecanismos de compensação de tais comprovantes de crédito.

Como característica adicional da “economia com moeda de crédito” MOORE (1988a) menciona ainda “[a] exigência que o sistema monetário e financeiro disponha da ‘confiança’ dos agentes econômicos. Isto pressupõe”, segundo o autor, “a existência de um banco central como provedor residual de liquidez” (p. 21). Dos três autores anteriormente mencionados é somente no relato histórico e factual de Galbraith que a necessidade do banco central como emprestador de última instância é assumida de forma explícita. De todo modo, não há dúvida que tal papel da AM, ao evitar as crises de confiança na moeda bancária, permitiu a máxima generalização das relações de débito e crédito nas

quais de baseia a emissão de moeda de crédito, e, neste sentido, pode ser considerado uma evolução possível, do ponto de vista lógico-histórico, das abordagens desenvolvidas nos trabalhos de Marx e Hicks. Não há, portanto, deste ponto de vista, o que criticar nas características que Moore atribui à economia com moeda de crédito. Trata-se, na verdade, de uma opção por defini-la na sua forma mais evoluída, a forma típica do sistema financeiro contemporâneo.

O que não é possível, no entanto, é contrapor a tal economia, aparentemente como se fosse a única alternativa possível nos marcos de uma economia mercantil, um sistema econômico fundado exclusivamente na moeda mercadoria ou fiduciária, como se o crédito, enquanto mecanismo de expansão do poder de compra no agregado, não tivesse existido, do ponto de vista lógico e inclusive histórico, em diversos estágios intermediários de desenvolvimento³². De fato a própria definição da moeda em termos de suas funções como “unidade de conta ..., como meio de pagamento e como reserva de valor” (HICKS, 1967, p. 1) já incorpora, mesmo que embrionariamente, as relações de débito e crédito.

³² São contraposições equivocadas como esta que justificam conclusões como a sugerida por BROWN (1992): “[o] *status* do efeito dos encaixes reais como uma força equilibradora nas economias de mercado não está sujeito à objeção, desde que ele se aloje no contexto institucional da moeda-mercadoria” (p.101). Obviamente que tal conclusão não seria válida, esclarece o autor, no caso de uma economia com moeda de crédito (p. 106). Mas o fato é que isto não ocorre nem em um caso, nem em outro, tanto porque a moeda, sendo um ativo, não está vinculada somente à circulação industrial, como também porque o poder de compra não tem, mesmo na vigência da moeda-mercadoria, uma relação única e estável com o estoque de moeda em um conceito restrito. A não ser que se defina uma hipotética economia com moeda-mercadoria, da qual as relações de crédito e débito sejam de fato excluídas e na qual a moeda não possa ser entesourada; i. e., uma “economia mercantil” na qual se suprima a moeda enquanto meio de pagamento e reserva de valor!

Por outro lado, o papel da AM como “provedor de liquidez”, garantindo em geral a conversibilidade da moeda bancária na moeda de curso legal, não pode ser visto como a origem da moeda de crédito. Ao contrário, foi justamente sua existência e generalização anterior que gerou a necessidade de intervenção da AM para garantir tal conversibilidade nos momentos de seu questionamento pelo mercado.

Na discussão da moeda como meio de pagamento, MARX (1984) já alertava para sua contradição intrínseca. Por um lado, “[n]a medida que os pagamentos se compensam”, ela funcionaria “só idealmente, como dinheiro de conta ou medida de valor”; mas, por outro, se “pagamentos efetivos são necessários”, ela seria exigida como a “mercadoria absoluta” (p. 151-152), a única capaz de garantir que as “promessas de pagamento” se concretizem. É esta a contradição que se transfere para a moeda de crédito. Vale a pena analisá-la à luz do que HICKS (1978) denominou o “modelo [wickselliano] de crédito puro”. Se aceitarmos que neste tipo de economia “não há moeda que não seja de crédito”, a “*moeda de curso legal*” se distingue das outras promessas de pagamento por ser a mais confiável de todas. Ao tornar “as exigibilidades de ... seu Banco Central” uma “*moeda de curso legal*”, o que o Estado faz é garantir que esta promessa de pagamento é convertível em todas as outras, mesmo porque todas elas estão referidas à primeira como unidade de conta e como instrumento de liquidação futura dos débitos que certificam. Por ser a mais confiável é que esta “promessa de pagamento será na verdade inútil” (p. 78-79): excetuando-se a fuga da moeda típica das hiperinflações, esta promessa de pagamento nunca será colocada em xeque. Não há aqui, é bom que se diga, qualquer menção à

convertibilidade no sentido do inverso; isto é, não está implícito neste modelo que o emissor da promessa mais confiável garanta em geral a convertibilidade das outras promessas na sua. Na verdade isto significaria reduzir, ou mesmo eliminar, as diferenças nos “graus de confiabilidade” das diversas promessas, praticamente elevando o seu *status* ao da moeda de curso legal³³.

Não há dúvida que este último passo, no que se refere à moeda emitida pelos bancos, é relativamente recente na evolução do sistema monetário e financeiro. Por isso mesmo é preciso enfatizar que diversas experiências de moeda bancária o precederam e que toda uma história de *booms* e depressões, associada às oscilações na sua emissão, foi necessária para se estabelecer os contornos do papel contemporâneo da AM como reguladora da atividade bancária e provedora de liquidez³⁴. Segundo V. CHICK (1986), é somente no quarto período, dos seis identificados por sua periodização do desenvolvimento bancário, que “o banco central [teria] aceito completamente a responsabilidade pela estabilidade do sistema financeiro” (p. 7). No entanto, já desde o segundo período os depósitos bancários tinham assumido o papel de meios de pagamentos e tornado possível “a ‘transição keynesiana’ para o crescimento induzido pelo

³³ Esta questão será discutida em maior detalhe no item V.5. Moeda e Inflação.

³⁴ É importante observar que ao definir a economia com moeda de crédito em referência ao papel contemporâneo da AM, e ao contrapor-lhe como única alternativa possível a economia com moedas mercadoria ou fiduciária, o que Moore faz é justamente excluir de sua análise as velhas “crises monetárias”, para as quais MARX (1984) já chamava a atenção no *Capital* (p. 152, nota 99), além dos vários episódios de corrida bancária relatados em detalhe por GALBRAITH (1983), e mesmo acontecimentos tão recentes como as inúmeras falências bancárias da crise de 29 (GALBRAITH, 1972, p. 265-276). Ele exclui, em suma, todas aquelas situações que colocaram em xeque a convertibilidade das “promessas de pagamento” bancárias.

investimento” (p. 3). Neste sentido sua abordagem se diferencia da de Moore: ela exige tão somente que os depósitos bancários atuem como meios de pagamento - não que o banco central atue como prestador de última instância - para que o princípio da demanda efetiva possa tornar-se válido. Não há dúvida que esta parece uma opção mais realista.

De todo modo, o que há de mais interessante para nossa discussão é sua distinção entre o primeiro e o segundo período de evolução do sistema bancário. No primeiro estágio os saldos transacionais não circulariam através dos bancos e só a moeda em espécie seria empregada nas transações. Os bancos operariam como “depositários das poupanças”, seus “[d]epósitos neste estágio são poupança” (CHICK, 1986, p. 4), não meios de pagamento. A conclusão aqui parece óbvia: “[e]nquanto os bancos estavam neste estágio de seu desenvolvimento eles eram exatamente o que os próprios banqueiros alegavam, ‘condutos’ entre a poupança e o emprego de tal poupança para o investimento” (p. 4). Assim, enquanto os gastos de consumo eram feitos mediante o emprego da moeda em espécie, a moeda não gasta em consumo, a moeda poupada, era depositada nos bancos, que se encarregavam de destiná-la ao investimento. Neste caso, “a poupança determina o volume de investimento” (p. 4) não só porque é o conjunto de depósitos representando a poupança que financia o investimento, mas também porque não existindo meios de pagamento, nem sob a forma de depósitos, muito menos associados à moeda em espécie, o crédito se restringe à intermediação de poupanças prévias, sem qualquer expansão do poder de compra, e, portanto, somente o volume agregado de poupança *ex ante* efetivamente realizada está disponível para viabilizar os gastos em investimento.

Além da objeção original de Keynes que o consumo libera tanta liquidez quanto a poupança, e da crítica à associação, neste raciocínio, dos balanços transacionais exclusivamente aos gastos de consumo, as opiniões de V. Chick levantam ainda algumas questões de natureza histórica. GALBRAITH (1983), por exemplo, sugere que pelo menos alguns dos primeiros bancos, como o Banco de Amsterdam, surgiram “para regulamentar e limitar o abuso da moeda” metálica (p. 16), da moeda usada nas transações, tanto faz se para consumo ou para investimento. Isto porque a “boa moeda”, aquela de melhor qualidade, tinha a tendência inevitável de permanecer mais tempo nas mãos de seus proprietários, de ser, em certo sentido e de forma pelo menos temporária, entesourada, enquanto a moeda de pior qualidade, mas ainda aceita nas transações, circulava mais rapidamente. Era justamente para estas – “as moedas leves [ou aviltadas] do país” (p. 15) – e para as moedas estrangeiras que a atividade bancária estava voltada. Mantidas como depósitos, elas ainda assim estavam disponíveis para transações através da “transferência [destes mesmos depósitos] a outros indivíduos para pagamentos de ... contas” (p. 20).

HICKS (1978), por outro lado, sugere que “o aparecimento dos bancos ... apenas ... tornou mais formal” o que já ocorria, mesmo que excepcionalmente, antes de sua existência: a possibilidade “de realizar despesas superiores à receita ... através de promessas de pagamento” futuro (p. 75). Obviamente a moeda está, neste caso, atuando como meio de pagamento, uma função que no primeiro estágio de evolução do sistema bancário V. Chick exclui, aparentemente atribuindo-lhe os papéis exclusivos de unidade de conta e meio de troca. Este é o pano de fundo de sua confusão entre poupança e os recursos para financiar o

investimento. Mas o fato é que não há comparação possível entre, por um lado, a expansão do crédito e mesmo o desentesouramento de moeda e, por outro lado, a poupança, pois eles se referem a fenômenos e processos distintos. É o que KEYNES (1987) sugere ao afirmar que o “[d]esentesouramento e o aumento do crédito fornece[m] não uma *alternativa* à poupança ampliada, mas a necessária preparação para ela. Ele é o pai, não o [irmão] gêmeo, da poupança ampliada” (p. 281).

Em função desta confusão latente nas abordagens do tipo horizontalista entre acúmulo de saldos monetários e poupança e entre a moeda de crédito contemporânea e o crédito, é necessário investigar em que medida a sua análise sobre a expansão do crédito pode ser compatibilizada com o motivo *finance* proposto por Keynes, originalmente formulado como uma demanda adicional por moeda para viabilizar a ampliação planejada da atividade e das “transações monetárias” em geral. É o que será analisado no próximo item.

IV.3. O Motivo *Finance* e o Horizontalismo

MOORE (1988a) considera “o motivo *finance* ... [como] o argumento conclusivo pela endogeneidade do estoque de moeda”. Keynes o teria formulado em função das fortes críticas à “análise monetária truncada da *Teoria Geral*”, modificando desta forma a teoria da preferência pela liquidez, cuja versão original “parecia não ter deixado espaço para afirmar que o novo investimento

era financiado por nova expansão do crédito” (p. 199)³⁵. Ao introduzir, via demanda *finance*, o crédito em sua análise da expansão da renda, Keynes teria solucionado o problema. Ademais, a nova formulação também indicaria que ele teria, enfim, admitido, ainda que “sob forte pressão”, “que os bancos ‘retêm a posição chave’ no processo de crescimento econômico ... uma posição que ele mesmo tinha previamente desenvolvido, em alguma extensão, na *Treatise*” (p. 204).

A posição de ROUSSEAS (1986) é, em linhas gerais, similar. Ela parte de uma contraposição entre as perspectivas do *Treatise* e da *Teoria Geral*, para concluir que a “teoria da preferência pela liquidez ... foi um passo atrás em relação à ... análise da demanda por moeda” apresentada por Keynes em sua obra anterior (p. 44). A vantagem desta última parece ser a vinculação explícita dos vários tipos de demanda por moeda às esferas de circulação, industrial e financeira, tornando possível enfatizar a questão realmente mais relevante, a do fluxo de crédito entre aquelas duas esferas. Esta vantagem é recuperada por Keynes com a introdução do motivo *finance*: por estar baseado “na demanda por moeda não enquanto uma demanda por um estoque de ativos, mas enquanto uma demanda empresarial por um *fluxo de crédito*” (p. 44-45), ele deve ser considerado como um retorno à perspectiva do *Treatise*, não como um complemento à teoria da preferência pela liquidez. Por outro lado, sua associação tão direta à expansão do crédito sugere que ele possa fornecer uma base adequada para fundamentar um modelo sobre a endogenia monetária. Assim, de

³⁵ DESAI (1989) qualifica de forma similar a análise monetária apresentada por Keynes. Comentando os artigos anti-monetaristas de Kaldor, ele observa que tais escritos também representam uma crítica ao “modelo monetário simplista da *Teoria Geral*” (p. 171).

forma análoga a Moore, ROUSSEAS (1986) conclui que “[o] modelo da endogeneidade pode ser associado a uma reinterpretação do motivo *finance* de Keynes” (p. 96).

Mesmo assim estas duas abordagens apresentam nuances importantes. ROUSSEAS (1986) delimita com mais nitidez o âmbito de ação atribuído ao sistema bancário: “deve-se tomar cuidado para não exagerar o papel dos bancos no processo de investimento. A capacidade de o sistema bancário afetar o ritmo de investimento é um fenômeno de curto prazo que vem à tona somente em circunstâncias excepcionais” (p. 45). Para chegar a esta conclusão Rousseas parte de duas premissas. Em primeiro lugar, o aspecto essencial do sistema econômico residiria na busca do lucro através da aquisição de ativos de capital, ou melhor, de gastos em investimento que desencadeiam o processo de acumulação de capital. Em segundo lugar, os meios de financiamento necessários à efetivação de tais decisões de investir seriam colocados à disposição, de uma forma ou de outra, pelo sistema financeiro. Neste caso, mesmo em uma estrutura de crédito com elasticidade limitada, em função, por exemplo, de uma política monetária conservadora por parte do banco central, a endogenia parcial da moeda e as inovações financeiras que elevam sua velocidade de circulação, garantiriam a satisfação “da demanda *finance* por encaixes transacionais”. Basta para isso que “a estrutura retenha parte de sua elasticidade” (p. 44). Por este motivo parece não ser exagero concluir que só em situações extremas, de uma demanda tão elevada por recursos financeiros que acabe por exaurir todas as fontes de financiamento, ou diante de um “banco central não cooperativo operando dentro de uma estrutura de crédito inelástica”, “o ritmo de

investimento e, portanto, o nível de produto e de emprego” seriam, segundo ROUSSEAS (1986), realmente afetados (p. 44).

Por meio desta delimitação do papel dos bancos ROUSSEAS (1986) procura se diferenciar de alguns pós-keynesianos a quem atribui o qualificativo “monetaristas”: “[h]á o risco que a ênfase dada por alguns pós-keynesianos ‘monetaristas’ ao motivo *finance* tenha sido muito exagerada”; o próprio “Keynes tinha deixado claro que considerava a demanda por moeda *finance* um fenômeno ‘temporário’, que ocorria durante um *boom* de investimento” (p. 44)³⁶. Mas ainda mais interessante é o seu esforço para se diferenciar do horizontalismo: se a “oferta de moeda é perfeitamente elástica”, ou seja, se ela “é automaticamente endógena ..., então o motivo *finance* torna-se uma novidade ... efêmera e não-importante” (p. 44). Sua posição, como parece óbvio, é a solução de meio-termo, os bancos são importantes, *ma non troppo*: “[a]tribuir aos bancos o maior ônus por qualquer investimento sem retorno [*unrequited*] é errar o alvo. E argumentar que o banco central acomoda completamente todo e qualquer aumento na demanda por moeda não somente

³⁶ A impropriedade desta associação entre Minsky, Davidson e o monetarismo já foi analisada anteriormente (vide item III.1). Neste caso é mais importante chamar a atenção para outro equívoco da análise de ROUSSEAS (1986): “[a] moeda interessa no curto prazo e afeta o nível de investimento, portanto [o nível de] produto e emprego, quando, a partir de uma noção equivocada da causa da inflação, a sua quantidade é severamente restringida” (p. 45). Em suma, “a moeda [seria] ... um fator ‘real’” (KEYNES, 1987, p. 203) porque a política monetarista implementada nos bancos centrais pode tornar o sistema financeiro inelástico. E, além disso, exclusivamente “no curto prazo”.

superestima o fato como também elimina os bancos como uma barreira à ampliação do investimento” (p. 45)³⁷.

Não é necessário enfatizar que esta é uma perspectiva bastante aquém das concepções de Keynes, inclusive aquelas do *Treatise*. De fato, já aí o sistema bancário tinha um papel muito mais relevante: ele tinha em suas mãos a possibilidade de interferir na diferenciação do público entre “altistas” e “baixistas”, podendo deste modo regular a taxa de investimento. E embora tenha deixado “os detalhes monetários ... para segundo plano” (KEYNES, 1985, p. 4), não há como negar que do *Treatise* à *Teoria Geral* as relações monetário - financeiras só ganharam em importância na determinação da trajetória econômica. De fato, certas características e possibilidades que no *Treatise* tinham menor importância, ganham destaque na *Teoria Geral*, principalmente em função do espaço que a questão expectacional passa a ocupar. Na primeira obra

³⁷ Vale mencionar que, nos termos da argumentação de Rousseas, esta última conclusão poderia ser estendida à situação na qual variações na demanda por moeda sejam satisfeitas parcialmente por mudanças na sua quantidade e parcialmente por variações na sua velocidade de circulação, induzidas neste caso por expectativas de elevação dos juros que acabem por não se concretizar. Em outros termos, mesmo com um banco central executando uma política não plenamente acomodadora de demanda por moeda, se o sistema bancário, na interação com seus clientes, for capaz de gerar inovações financeiras na medida exata para evitar uma elevação esperada dos juros, os bancos não representariam “uma barreira à ampliação do investimento”. De fato, Rousseas deveria, até por coerência, explicitar que a única “barreira” em seu modelo advém de uma política monetária restritiva do banco central, mesmo porque os bancos, também em seu caso, utilizam um “*mark up* estável sobre os custos diretos unitários” (vide item III.4, nota 24). Assim, na pior das hipóteses, seu papel seria neutro, caso repassassem o aumento dos custos diretos unitários provocados pelo banco central. Se, em função de sua capacidade de gerar inovações financeiras, conseguissem reduzir tais custos, isto, ao contrário de restringir ou eliminar o seu papel, só sugeriria a sua “não-neutralidade”.

a regulação monetária tinha como base a permanência de uma razoável divergência de opinião entre as “diferentes escolas do público”, a qual poderia ser habilmente explorada pelo sistema bancário. Na *Teoria Geral*, por outro lado, a maior ênfase com que se admite (i) a possibilidade de certo consenso em torno do “estado de alta” e principalmente do “de baixa”, (ii) a possibilidade de “variações repentinas e violentas” das opiniões do público, e, ainda que implicitamente, (iii) a especificidade dos interesses do sistema bancário e financeiro, expressas na sua preferência pela liquidez e no seu *animal spirits*, justifica a necessidade de outras formas de regular as expectativas dos agentes, em especial aquelas vinculadas à EM dos ativos de capital.

Assim, enquanto no *Treatise* o papel dos bancos deriva principalmente de sua capacidade de compensar as variações de opinião do público através da alteração dos termos de empréstimo, na *Teoria Geral* a fé de Keynes nesta possibilidade diminui significativamente, não só porque as expectativas dos agentes dependem de certos fatores que não podem ser regulados por via exclusivamente monetária, mas exigem simultaneamente algum nível de interferência sobre o investimento - trata-se, no caso, não de meros deslocamentos ao longo da curva de PPL, mas de deslocamentos da própria curva, associados a alterações mais significativas das expectativas quanto à EMC -, como também porque os bancos têm a sua própria PPL e podem atuar no sentido oposto ao desejável em uma conjuntura crítica. O fato, portanto, é que tanto em um caso como no outro os bancos “retêm a posição chave” principalmente por que podem alterar seus termos de empréstimo, seja para compensar as mudanças de expectativa do público, seja amplificando, aguçando

ou mesmo causando tais mudanças. Contraponha-se esta visão à concepção sugerida por Moore – os bancos ocupam a “posição chave” por atenderem à demanda empresarial por crédito, desempenhando o papel passivo de ajustar a oferta de moeda à sua demanda para fins de investimentos, a uma taxa de juros determinada exogenamente pela AM – e a pretensão vã de atribuir algum papel relevante aos bancos na análise horizontalista revela toda a sua incoerência³⁸.

De todo modo, além de recolocar os bancos na “posição chave”, o motivo *finance* cumpriria outro papel importante na opinião de MOORE (1988a): seu “reconhecimento formal ... torna inválido o isolamento convencional [característico] do IS-LM entre os mercados real e financeiro [, supostos] como independentes” (p.199). É verdade que a idéia básica do IS-LM, de um equilíbrio no mercado de bens, um equilíbrio de fluxos (curva IS), e de outro no mercado financeiro, de estoques (curva LM), os quais seriam simultaneamente realizados a um certo par (renda Y , taxa de juros r), é de fato superada pela interpretação horizontalista. Mas a um custo bastante elevado. A concessão de financiamentos torna-se um elemento passivo, submetido às decisões de investir em ativos de

³⁸ Ao supor que os bancos procuram compensar as elevações do custo dos fundos via inovações financeiras Rousseas não só lhes atribui alguma relevância a mais, como incorpora de forma mais coerente as próprias inovações ao modelo proposto. De fato, como observa CARVALHO (1993), as inovações financeiras não são facilmente justificáveis no modelo horizontalista: “com reservas livremente disponíveis, porque alguém apelaria para inovações cercadas de incerteza?” (p.120).

capital; há um mercado financeiro que inexoravelmente satisfaz, pelo menos em termos nominais, todas as necessidades do mercado de bens³⁹.

Deste modo desaparece qualquer conflito derivado da alternativa entre investir e possuir riqueza sob outras formas; ou, pelo menos, as possibilidades de sua ocorrência tornam-se bem diminutas. Embora Keynes tenha, surpreendentemente, atribuído mérito ao esquema IS-LM, sua concepção na *Teoria Geral* permite superar de forma muito mais positiva a dicotomização aí presente: ao tipificar os atributos básicos de todos os ativos no capitalismo, sejam eles reais ou financeiros, e ao desenvolver com base nesta classificação uma lógica geral de administração da riqueza sob condições de incerteza, Keynes a superou no plano das decisões dos agentes, independentemente, de certa forma, do mercado onde tais decisões se materializam.

Porém o que é unitário no plano das decisões individuais, desta lógica privada de administração da riqueza, pode se mostrar contraditório no plano dos resultados agregados. E isto não se refere só, nem principalmente, aos efeitos sociais destas decisões, via nível de atividade e de emprego - ou, dito de outra forma, aos seus efeitos sobre a reprodução material da sociedade -, mas também ao seu efeito sobre a própria validação das decisões passadas quanto à forma de reter e acumular riqueza no tempo: por exemplo, a opção majoritária dos agentes

³⁹ Ao comentar alguns trechos do *Treatise* (1971b), MOORE (1988a) atribui a Keynes posição similar: "Keynes está aqui explicitamente assumindo que a oferta de moeda é totalmente passiva [*accommodating*]; ou seja, a curva LM é horizontal" (p.188, nota 12). O que ele parece não entender é que isto representa, no máximo, uma sugestão de política bancária, não uma característica inerente a uma economia com moeda de crédito.

por ativos líquidos tende, na ausência de uma ação compensatória do Estado, a induzir uma crise deflacionária de liquidação de ativos⁴⁰.

É verdade que o Estado capitalista contemporâneo, como provedor de liquidez e gestor do gasto público, reduziu drasticamente a possibilidade de reincidência deste tipo de crise (MINSKY, 1986). Mas nem por isso eliminou os focos de instabilidade derivados da dualidade circulação financeira / circulação industrial e da própria dualidade da moeda enquanto ativo e meio de troca; focos que se expressam, por exemplo, na inflação contemporânea e na associação de um baixo crescimento econômico e de uma acumulação relativamente acelerada de riqueza financeira. Que este tipo de conflito não apareça ou não seja corretamente apreendido na análise ortodoxa deve-se, pelo menos em parte, à dicotomização em setores independentes, o real e o monetário. O que Moore faz é extinguir esta dicotomia, extinguindo simultaneamente o próprio caráter dual da moeda.

De todo modo a ênfase no motivo *finance* como forma de negar aquela dicotomia não tem origem no horizontalismo. Ela surge pela primeira vez em artigo de DAVIDSON (1965) que procura recuperar a importância deste motivo para o entendimento do pensamento de Keynes. E de fato o motivo *finance*

⁴⁰ KEYNES (1985) parece sugerir este tipo de possibilidade ao discutir “os mercados de investimentos ‘líquidos’”: “cada investidor individualmente considerado te[m] a ilusão de que participa de um negócio ‘líquido’ (embora isso não possa ser verdadeiro para todos os investidores coletivamente)” (p.116-117); ou ainda “não existe algo como a liquidez do investimento para a comunidade como um todo” (p. 114).

permite dar maior visibilidade a diversas posições já presentes na *Teoria Geral*, especialmente no caso de uma expansão planejada das atividades e das “transações monetárias” em geral. A possibilidade de uma provisão antecipada de recursos líquidos para fazer face a esta futura expansão - a mencionada demanda *finance* - revela a interdependência entre os setores real e financeiro não só porque, no caso dos investimentos produtivos, o ativo a ser adquirido tem a característica essencial de representar o elo de ligação entre a riqueza acumulada, afeita à circulação financeira, e a geração de nova riqueza, relacionada à circulação industrial. Mas também porque toda e qualquer expansão planejada das “transações monetárias”, estejam elas associadas diretamente à circulação financeira, como no caso de ativos financeiros e de ativos previamente acumulados, ou à circulação industrial, como no caso do consumo, representará uma demanda adicional por recursos líquidos disponíveis ou a serem gerados pelo sistema financeiro. Não há, portanto, como discordar da proposição de DAVIDSON (1965): “o motivo *finance* fornece o elo para demonstrar que a função demanda agregada por moeda *não* é independente dos eventos no setor real” (p.49, grifos no original). Mas no contexto de nossa discussão os grifos do autor talvez possam ser dirigidos não somente àqueles que sugerem esta independência, mas também aos que subordinam a moeda totalmente aos ditames do setor real, como se ela fosse não somente dependente deste, mas completamente determinada por ele.

Há, por outro lado, diversos aspectos da visão horizontalista acerca do motivo *finance* que ainda merecem reparos. Em primeiro lugar, a tentativa de interpretá-lo como um distanciamento das concepções da *Teoria Geral* e um

retorno à perspectiva do *Treatise*. Não se trata, neste caso, simplesmente de desconhecer os elementos básicos de continuidade entre as duas obras, extensamente discutidos no capítulo II deste trabalho. Tal interpretação desconsidera que já na *Teoria Geral* Keynes analisou por diversas vezes o efeito de um aumento da “atividade *real*” sobre a demanda por moeda e o seu impacto sobre a taxa de juros caso os bancos ou mesmo o resto do público não se dispusessem a “liberar moeda”. Sua “proposição fundamental da teoria monetária” alertava já naquela obra para a relação ente o nível de renda e preços, por um lado, e a criação de moeda bancária, por outro lado: “as rendas, do mesmo modo que os preços, variam obrigatoriamente até que se estabeleça a igualdade ente o montante agregado das somas em dinheiro, que os indivíduos resolvem guardar ao nível de rendimentos e preços, e *o montante de moeda criado pelo sistema bancário*” (KEYNES, 1985, p. 67, grifo nosso). Ainda que sem uma discussão mais detalhada, estão implícitos aqui a moeda bancária e o sistema de crédito. Como ele mesmo faz questão de esclarecer posteriormente – e com referência explícita às concepções da *Teoria Geral* –, sua “análise não está baseada ... na hipótese que a quantidade de moeda seja constante” (KEYNES, 1987, p. 232, nota 1)⁴¹.

⁴¹ Vale mencionar que mesmo no *Treatise* KEYNES (1971b) supõe, em determinados trechos, a quantidade de moeda como dada: “[o]u colocando de outra forma, *dada a quantidade de moeda*, somente são possíveis aquelas combinações da taxa de rendimentos, volume de produto e nível de preços dos títulos que conduzem a uma necessidade agregada de moeda ... igual ao total dado” (p. 132, grifo nosso). Seja para simplificar a exposição, seja por pretender colocar em segundo plano “os detalhes monetários”, o que Keynes parece tencionar com tal suposição é enfatizar o mais relevante: as variações das expectativas e da distribuição dos agentes entre altistas e baixistas, com seu impacto correspondente na taxa de juros.

Portanto, o motivo *finance* pode ser visto como um desenvolvimento do tratamento dado, na *Teoria Geral*, à demanda por liquidez. Neste caso, qual seria sua peculiaridade face aos motivos sugeridos naquela obra? A análise inicial de KEYNES (1987) enfatizou o efeito sobre a demanda por moeda de um crescimento da “atividade *real*”, mas tinha desconsiderado o efeito sobre a mesma “de um crescimento na atividade *planejada*” (p. 220), especialmente relevante no caso daquelas decisões que exijam uma provisão de recursos líquidos com boa antecedência em relação à sua execução efetiva. Tal efeito se sobrepõe ao anterior e - o que é ainda mais significativo - “pode às vezes ser o mais importante dos dois, porque a moeda que ele requer pode circular muito mais vagarosamente” (p. 220). Circular mais vagarosamente, é bom que se diga, em referência à “circulação ativa”, da renda, pois tais encaixes podem ser vistos como “saldos inativos”, participantes da circulação financeira, da mesma forma que aqueles associados aos motivos precaução e especulação. Por outro lado, o motivo *finance* se diferencia destes últimos na medida que seus saldos “são retidos com vista a um gasto específico em uma data [futura] definida” (CARVALHO, 1992, p. 108). Compartilha assim com o motivo transação o papel da moeda como futuro meio de circulação da renda.

De todo modo, ele representa uma demanda adicional por moeda, que neste caso ocorre “no intervalo entre planejamento e execução” (KEYNES, 1987, p. 216, nota 1), e portanto constitui-se em uma fonte a mais de pressão sobre as disponibilidades de liquidez. Caso os bancos, em especial, não se disponham a satisfazer tal demanda, a execução dos aumentos planejados do gasto pode esbarrar em uma “deficiência de moeda” ou exigir um aumento

substancial da taxa de juros para obtê-la, dificultando deste modo a expansão futura da renda. Por isso “os bancos detêm a posição chave na transição de uma escala inferior a uma escala superior de atividade” (p.222), já que em grande parte está em seu poder definir quanto de recursos líquidos e a que preço serão liberados. Sua apresentação das facilidades *overdraft* do sistema bancário britânico é também reveladora a respeito: “este é um sistema ideal para aliviar os efeitos sobre o sistema bancário de uma demanda aumentada por *finance ex-ante*. Pois ele significa que não há pressão efetiva sobre os recursos do sistema bancário até que o *finance* seja realmente utilizado, i.e. até que a fase da atividade planejada tenha se transformado em fase de atividade real” (p. 223). Tal observação revela que a demanda *finance* por liquidez será tanto maior quanto menos importante for a difusão de linhas de crédito e financiamento do tipo *overdraft*. No limite, se a maioria esmagadora dos agentes tiver acesso, na extensão desejada, a linhas de crédito deste tipo, o motivo *finance* deixa de ter importância, pois não tem sentido fazer provisão antecipada de recursos se eles poderiam ser obtidos no momento exato de executar a “atividade real”, sem qualquer dificuldade adicional. Na medida que não é necessário reter parcela dos encaixes totais como “saldos inativos” demandados pelo motivo *finance*, “a transição ... para uma escala de atividade mais alta pode ser realizada com menor pressão sobre a demanda por liquidez e a taxa de juros”. Mesmo neste caso, no entanto, “a pressão resultante [de um aumento na] atividade real”(p. 223) pode se manter, permanecendo nas mãos do sistema bancário o poder de satisfazer ou não (ou a que preço) esta demanda por recursos. Mas se o horizontalismo não admite sequer que este último tipo de pressão tenha outra solução que não seja a

acomodação passiva da oferta de moeda, qual o sentido de atribuir ao motivo *finance* o significado de um reconhecimento tardio da endogenia monetária?

Na verdade, tal posição parte da premissa equivocada que o motivo *finance* seria a forma escolhida por Keynes para *a posteriori* introduzir o crédito no modelo da *Teoria Geral*. Mas se a pressão por liquidez derivada de um aumento em curso da “atividade real” pode ter como resposta uma expansão do “montante de moeda criado pelo sistema bancário”, o sistema de crédito está necessariamente implícito na análise, ainda que não na forma sugerida pelo horizontalismo⁴². De todo modo, isto não significa negar que o debate com os críticos da *Teoria Geral* tenha levado Keynes a explicitar e complementar aspectos importantes de sua formulação original, em particular aqueles associados ao gasto planejado. De fato ele se viu “forçado” a novamente explicitar a irrelevância da poupança como fonte de recursos para financiar o investimento, agora no caso específico de sua variante *ex-ante*. Mas também demonstrou a própria imprecisão deste novo conceito. Por outro lado, Keynes reconheceu a importância da expansão naquele tipo de gasto “que deve ser planejado previamente” e o seu provável impacto antecipado sobre a demanda por liquidez. No entanto, ao associar tal expansão ao conjunto de gastos – não só ao investimento *ex-ante*, como também ao consumo *ex-ante* e mesmo a

⁴² Por este motivo a crítica da KEYNES (1987) à teoria dos juros com base nos empréstimos bancários” (a teoria dos fundos de empréstimo) parece feita sob medida para o horizontalismo: ela “permanece somente uma meia-teoria, visto que admite mudanças na oferta de moeda, mas não mudanças nas preferências pela liquidez do público que oferta empréstimos” (p. 221, nota 1), excluindo até mesmo mudanças na preferência pela liquidez dos próprios bancos criadores de moeda.

“transações monetárias” da circulação financeira –, KEYNES (1987) identificou o que é específico de sua abordagem: “a concepção da taxa de juros como sendo determinada pela preferência pela liquidez enfatiza o fato de que *todas* as demandas por fundos líquidos competem em uma base igual pelos fundos disponíveis” (p. 283-284)⁴³.

Por isso mesmo não é legítimo contrapor à demanda por *finance* as demandas originalmente previstas na *Teoria Geral*. A estas demandas se sobrepõe agora a demanda por fundos líquidos *ex ante* para viabilizar a expansão futura de “transações monetárias” em geral, mas como uma pressão adicional sobre a disponibilidade de liquidez competindo em bases iguais com as outras. Neste caso é também possível focar o motivo *finance* da mesma forma que DAVIDSON (1965, 1972) e CARVALHO (1992), associando-o a “gastos não-rotineiros” (p. 108). Pois, no caso de uma economia em estado estacionário, não há qualquer dúvida que o *finance* demandado para a realização dos gastos (de rotina) está subsumido no motivo transação. Em diversos artigos pós-*Teoria Geral* o próprio Keynes parece operar com duas formas distintas de focar o motivo *finance* : em um primeiro caso, quando contrasta a expansão da “atividade planejada” com a expansão da “atividade real”; em um segundo,

⁴³ Vale observar que no caso da teoria dos fundos de empréstimo a associação entre crédito e investimento *ex ante* representa um sintoma de sua confusão entre crédito e poupança forçada. Mas mesmo no caso do horizontalismo, que renega esta última terminologia, a associação do motivo *finance* exclusivamente ao investimento *ex ante* revela não só uma má interpretação do mesmo, mas a dificuldade de se desvencilhar do conceito de poupança como fonte, em última instância, dos recursos para seu financiamento. É o que sugere o trecho a seguir: “[a]pós definir *finance* como o crédito requerido no intervalo entre planejamento e execução do investimento *ex ante*, ele [Keynes] reconhece de forma corajosa que tinha desconsiderado que tal crédito não poderia ser suprido por poupança *ex ante*” (MOORE, 1988a, p. 202-203, *sic*).

quando compara os requisitos de financiamento de uma economia estacionária com as exigências de *finance* de uma economia em crescimento.

De todo modo, a intenção de expansão futura das “transações monetárias” deve estimular o acúmulo de “algumas reservas líquidas em adiantamento ao gasto real, para [assim] obter melhores condições de crédito ou garantir alguma autonomia de decisão” posteriormente (CARVALHO, 1992, p. 108). Tal acúmulo prévio será tanto menor quanto maior for a certeza e a confiança dos agentes na capacidade e disposição de o sistema bancário satisfazer toda demanda por liquidez, no momento necessário e sem qualquer custo adicional. Em suma, tal demanda antecipada será no limite nula se a economia dispuser de um sistema *overdraft* perfeito, aquele sem preferência pela liquidez dos bancos e dos detentores de riqueza.

Provavelmente é este tipo de sistema *overdraft* que o horizontalismo adota como referência e ao qual procura associar o motivo *finance*. E realmente não poderia ser diferente, na medida em que se nega a possibilidade de aplicar o conceito de preferência pela liquidez a uma economia com moeda endógena⁴⁴. Para entender o alcance desta opção é necessário analisar o conceito de “entesouramento” em MOORE (1989b): “em uma economia com moeda de crédito o ‘entesouramento’ é socialmente benéfico ... [pois] representa a ampliação do ‘empréstimo de conveniência’ de moeda fiduciária ao sistema bancário e assim o aumento de crédito aos tomadores de empréstimos bancários”

⁴⁴ O trecho a seguir reproduz análise desenvolvida previamente em MEIRELLES (1995, p. 26-28).

(p. 482)⁴⁵. O contraste de concepções é nítido. Enquanto KEYNES (1985) vê a propensão a entesourar como uma “primeira aproximação do conceito de *preferência pela liquidez*” (p. 126), e, portanto, como um aspecto potencialmente não-benéfico, inerente a qualquer economia monetária, Moore prefere colocar a questão em outros termos: o importante é que em uma economia com moeda endógena os encaixes líquidos não são retirados de circulação, possibilitando a intermediação bancária e a concessão de crédito para que os outros agentes realizem gasto deficitário. Neste caso, o “aspecto negativo” do entesouramento estaria irremediavelmente associado a uma economia com moeda-mercadoria⁴⁶.

Duas objeções parecem óbvias. Em primeiro lugar, como já se discutiu no item anterior, mesmo sistemas monetários menos sofisticados, baseados em alguma moeda-mercadoria, já apresentavam relações de débito e crédito desenvolvidas. Deste modo, mesmo neste caso, o poder de compra não era exclusivamente determinado pela quantidade total de moeda. Ele dependia também da disposição dos agentes e do *sistema bancário* de não entesourarem,

⁴⁵ MOORE (1988a) introduz um novo conceito, o de “empréstimo de conveniência”, para se referir ao “acúmulo líquido de depósitos” que fornece a base para a expansão do crédito bancário. Deve-se também mencionar que, embora considere esta terminologia “mais correta” (p. 332, nota 4), MOORE (1988a) por vezes emprega o termo alternativo, “poupança de conveniência”, para se referir ao mesmo fenômeno (p. 312). Da mesma forma V. CHICK (1983) sugere, ao comentar a teoria dos fundos de empréstimo, alguma associação entre poupar e reter depósitos bancários: “[s]e ela [a moeda] é poupada a coisa sensata [a fazer] não é colocá-la em uma lata de biscoitos, mas emprestá-la – mesmo reter um depósito ... é emprestar para um banco” (p. 191).

⁴⁶ Pois somente neste tipo de economia o entesouramento “representava uma transferência de demanda por serviços e bens reprodutíveis para a acumulação de ‘tesouros’ monetários estéreis” (MOORE, 1989b, p. 482).

ampliando, assim, as possibilidades de conceder crédito. Além disso, a constatação que sistemas monetários mais sofisticados, fundados em moeda sem lastro, ampliaram o poder de financiamento das decisões de gasto deficitário não representa qualquer novidade, nem dispensa de consideração a preferência pela liquidez dos bancos.

O questionamento básico, no entanto, parece ser outro. MOORE (1989b) observa que um aumento no entesouramento – ou em seus termos, “um aumento no empréstimo de conveniência” ao sistema bancário – “não requer perda de liquidez ou adiamento involuntário do consumo” (p. 482-483)⁴⁷. Neste caso, o entesouramento poderia ser considerado como “poupanças correntes ... mantidas líquidas por seus proprietários” (KEYNES, 1987, p. 284). Mas o que se desconsidera neste tipo de abordagem é “o fato de que gastar libera fundos tanto quanto [esta] poupança” mantida líquida (KEYNES, 1987, p. 282) e que, enquanto não houver alteração no desejo dos agentes de reter depósitos à vista, face à possibilidade de reter moeda em espécie - isto é, à medida que os depósitos à vista mantenham sua “monetabilidade” (MOORE, 1989b, p. 480) –,

⁴⁷ Na tradição da teoria dos fundos de empréstimo Moore contrapõe a retenção de moeda na forma de “depósitos bancários” (entesouramento) à aquisição de ativos financeiros que rendem juros (poupança voluntária). É esta sua contraposição que justifica a diferenciação entre os empréstimos bancários e não-bancários: “[q]uando o processo de tomada de empréstimos é de um banco, ele é financiado a partir de um aumento no ‘empréstimo de conveniência’, isto é a decisão de acumular balanços monetários a partir da renda corrente. Tal concessão de empréstimo não implica qualquer decisão conjunta de adiar gasto a partir da renda corrente, seja para fins de consumo ou investimento”; por outro lado, “[q]uando o processo de tomada de empréstimos é de uma unidade não bancária, ele é financiado a partir do aumento no ‘*empréstimo voluntário*’, isto é a decisão consciente ... de acumular ativos financeiros não-monetários e geradores de rendimento a partir da renda corrente” (MOORE, 1988a, p. 312). vide também a respeito V. CHICK, 1983, p. 185.

aqueles fundos, sendo gastos ou não, não deixarão o sistema bancário⁴⁸. De fato, se as unidades superavitárias decidissem zerar a parcela de seus superávits retida como depósitos junto aos bancos⁴⁹, optando por ampliar seus gastos, que efeito negativo isto traria para o empréstimo de conveniência? Provavelmente nenhum. Mas parece claro que tal decisão ampliaria a demanda efetiva, indicando que o entesouramento tem um efeito depressivo sobre a mesma; a não ser que se admita, implicitamente, que o aumento do empréstimo de conveniência *necessariamente* amplie a concessão de crédito. Neste caso, como compatibilizar tal hipótese com a concepção que a “quantidade de crédito bancário é inteiramente determinada pela demanda” (MOORE, 1989b, p. 485)?

Há por fim um último aspecto da questão, provavelmente o mais importante. O “empréstimo de conveniência” é visto por MOORE (1989b) como a “fonte de fundos de empréstimo com menor custo”, já que exigiria a “menor recompensa pecuniária para induzir um aumento de sua oferta”. E embora possa ser, “para cada depositante individual”, um empréstimo de “muito curto prazo”, no agregado ele “representa um empréstimo de longo prazo ao sistema bancário, que o banco pode transformar em empréstimo de longo prazo para tomadores de empréstimos individuais” (p. 483). Deste modo, além da intermediação entre

⁴⁸ V. CHICK (1983) sugere que a competição bancária por fundos no varejo se dá em dois tempos: “[q]uando os bancos competem por depósitos eles estão tentando recuperar ‘poupanças’ que como pagamentos de renda já circularam uma vez por suas contas anteriormente” (p. 240). Parece claro que a autora desconsidera neste caso que os bancos competem é por moeda, tanto faz se a fonte de sua liberação é o consumo, o investimento, a venda de ativos previamente existentes, a aplicação de capital ou ainda a “poupança”.

⁴⁹ WRAY (1989a) interpreta o conceito de empréstimo de conveniência proposto por Moore como “superávits” que as “unidades superavitárias normalmente retêm ... como depósitos nos bancos” (p. 1187).

unidades superavitárias e deficitárias, os bancos realizariam a transição entre um passivo de curto prazo e um ativo de prazo superior sem maiores dificuldades, seja porque dispõem de fontes de recursos baratos e, em termos agregados, de longo prazo, seja porque “a posição deficitária de alguns bancos, em função da concessão de empréstimos, ... [é] exatamente igual à posição superavitária de outros”, de tal forma que a “posição líquida do sistema bancário” é “necessariamente” zerada no mercado de fundos no atacado (MOORE, 1989b, p. 481).

Assim, uma vez estabelecido o custo dos recursos no mercado de fundos no atacado, a fixação pelos bancos da taxa de concessão de empréstimos e de captação de recursos no varejo, com base em mecanismos de *mark up* e *mark down* referidos àquela taxa básica, resolveria o problema bancário de intermediação de recursos no tempo e no espaço⁵⁰. Mas como desconsiderar que o descasamento dos prazos entre passivo e ativo torna possível uma evolução das taxas de captação e concessão que o emprego de mecanismos tipo *mark up* não consiga solucionar? De fato, um aumento no entesouramento - ou na preferência

⁵⁰ Em artigo recente MOORE (1995) reafirma esta posição: “[a]o contrário da maioria dos concedentes de empréstimos, os bancos *não* exigem maiores taxas de juros para induzi-los a ampliar sua oferta de empréstimos e expandir seus balanços. Na medida que as reservas e o capital bancário são reabastecidos *pari passu* com a expansão de seus balanços, como normalmente ocorre no mundo real, em parte devido à acomodação do banco central, os bancos não experimentam aumento no risco de concessão de empréstimos” (p. 264-265). Este tipo de afirmação confirma a observação de GRAZIANI (1991) que os horizontalistas “negligencia[m] quase completamente o problema da criação de liquidez” (p. 28). Seu único equívoco é generalizar esta crítica para o conjunto dos pós-keynesianos, admitindo que todos “consider[ariam] a oferta de moeda como dotada de elasticidade infinita”, p. 28). Mas até este equívoco tem o mérito de colocar, de forma patente, o paradoxo: “pós-keynesianos” que desconsiderariam “o problema da criação de liquidez”!!!

pela liquidez – indica uma tendência à elevação da taxa de juros, que só não se efetivará se a AM garantir o aumento das reservas bancárias a um baixo custo. Mas, se aquela possibilidade se efetiva, como evitar o descasamento entre as taxas de juros dos ativos de longo prazo já em posse do sistema bancário e as novas taxas de captação vigentes? Se, por outro lado, esse risco é admitido, como ignorar um comportamento dos bancos muito mais sensível às oscilações de suas expectativas e grau de incerteza, do que qualquer mecanismo tipo “*mark up* relativamente estável” pode pressupor?⁵¹

De fato, mesmo na acepção empregada por Moore, o entesouramento indica a preferência dos agentes pelo curto prazo, em contraposição à possibilidade de manter riqueza na forma de ativos de longo prazo, sejam eles financeiros ou de capital. As conseqüências de seu aumento são, portanto, óbvias, tanto para a demanda efetiva, como para o risco de descasamento entre o passivo e o ativo bancário. Por todos estes motivos é equivocado afirmar que “[h]á uma tendência para a deflação na ... teoria” de Keynes (CHICK, 1986, p. 17). Não se trata, neste caso, de reconhecer que no capitalismo contemporâneo os “passivos ... [bancários, por renderem juros,] são uma série alternativa aos títulos para investimento de longo prazo” (p.17), nem tampouco que os “saldos ociosos” não são “*literalmente* moeda (notas e moedas metálicas), mas depósitos bancários” (CHICK, 1983, p. 188). A teoria de Keynes de forma alguma exige

⁵¹ WRAY (1990a) argumenta que a experiência monetária do *Federal Reserve* indica “que os bancos não podem se ajustar instantaneamente a um regime de taxas de juros mais altas simplesmente pela adição de um *mark up* à taxa de redesconto” (p. 192, nota 25). A observação anterior complementa o argumento: ainda que os bancos procedam a sua formação de preços via *mark up*, a mera existência desse descasamento entre prazos de captação e concessão torna o *mark up* muito mais sensível às oscilações das expectativas.

que as alternativas sejam reter moeda em espécie guardada em uma “lata de biscoitos” ou então aplicá-la a longo prazo. No que se refere aos depósitos bancários é suficiente reconhecer que a opção preferencial do público por depósitos à vista em relação a aplicações, mesmo que bancárias, de prazo mais longo revela sua maior preferência pela liquidez e que tal opção, ao aumentar a participação no passivo bancário de aplicações de curtíssimo prazo, tende a diminuir a capacidade e disponibilidade dos bancos de expandirem seus ativos (o crédito).

Um problema que de todo modo atinge as unidades econômicas em geral, não só o sistema bancário: toda expansão de ativos exige ou a perda de liquidez ou a emissão de passivo; se esta emissão não for viável em condições aceitáveis pode-se inviabilizar a concretização de decisões de gasto. De fato, toda e qualquer expansão das “transações monetárias” requer que “alguém ... admit[a] tornar-se ... mais ilíquido que antes” (KEYNES, 1987, p. 218), pelo menos no intervalo entre o planejamento e sua execução, de forma que os recursos monetários necessários sejam liberados a um custo aceitável. Parece lógico que o horizontalismo desconsidere este tipo de problema: sua visão sobre o entesouramento e sobre o “empréstimo de conveniência [como] ... um empréstimo de longo prazo a [todo] o sistema bancário” já sugere que a expansão do crédito não deve encontrar maior restrição na posição de liquidez dos bancos.

Mas também V. CHICK (1983) parece não considerá-lo relevante: “[u]m motivo *finance* que não retira moeda dos bancos não altera a liquidez bancária”

(p. 240). Não se trata aqui, como ela sugere ser o raciocínio de Keynes, que “a moeda ... gasta ... retorna ao sistema bancário” (p. 239), restabelecendo sua liquidez. Na verdade, se o pagamento for em cheque, depositado na conta corrente do vendedor, a moeda sequer deixa o sistema bancário. Isto, no entanto, não elimina o fato que a provisão antecipada de recursos pelo motivo *finance* implica uma maior quantidade de recursos monetários que devem ser mantidos como passivo bancário de curtíssimo prazo, de tal forma que a moeda assim retida deve “circular muito mais vagarosamente”.

Esta pressão extra sobre a liquidez só se dissipa com a execução da atividade: “[a] atividade completada ... é auto-liquidante e não exerce qualquer demanda líquida adicional sobre a oferta de recursos líquidos” (Keynes, 1987, p.222). De fato, a liquidez previamente acumulada pelo motivo *finance* é liberada na medida que a atividade seja executada e do ponto de vista “da comunidade como um todo” deve estar “disponível para ser usada novamente” (p.219), tanto faz se seu destino foi o consumo, o investimento ou qualquer outra “transação monetária”. O que há de específico no caso do investimento é que a poupança gerada no ato de investir foi incorporada ao estoque de riqueza. Mas não está, de qualquer modo, disponível para circular, exatamente ao contrário dos recursos líquidos aí empregados.

Persistem ainda duas questões. Se financiado por expansão do crédito, o banco concedente continua em posse de um ativo correspondente ao passivo emitido pelo devedor. O aumento do grau de exposição de seu balanço pode, de alguma forma, afetar negativamente sua disposição futura de conceder crédito. O

eventual não-pagamento pelo devedor do empréstimo concedido tende a acentuar tal disposição, incentivando a queda da aquisição de novos ativos do mesmo tipo. Mas, de todo modo, o crédito que permitiu desencadear todo o processo já tinha sido concedido, a correspondente expansão na quantidade de moeda bancária já realizada e o banco concedente já tinha admitido tornar-se “mais ilíquido”. Os recursos líquidos assim criados permaneceram temporariamente “entesourados”, mas são totalmente liberados com a conclusão da atividade e, exceto se outro agente os “entesourar”, devem voltar ao ritmo normal de circulação. É este o sentido da afirmação de Keynes que a execução da atividade planejada dissipa a pressão adicional sobre a liquidez. Não tem, ao contrário do que sugere V. CHICK (1983), qualquer relação *direta e necessária* com “[a] hipótese de repagamento” (p.240) dos créditos concedidos. Tal associação parece derivar da dificuldade, compartilhada também pelo horizontalismo, de reconhecer que o prazo do passivo bancário afeta a posição de liquidez dos bancos, como se esta fosse exclusivamente influenciada pela inadimplência dos tomadores de empréstimos.

A segunda questão se refere à consolidação (*funding*) das dívidas de curto prazo contraídas pelo investidor. Com base em “dois dos últimos artigos de Keynes”, *The 'Ex Ante' Theory of the Rate of Interest e The Process of Capital Formation*, V. CHICK (1983) conclui “que [o termo] ‘consolidada’ é o que [o autor] ... entende por ‘financiada’” e que isto permitiria “compreender o sentido da afirmação que poupança induzida é a fonte de consolidação” das dívidas contraídas (p. 263). De fato, no último daqueles dois artigos KEYNES (1987) observa que “o *incremento* do investimento corrente acima do

investimento (ou da poupança) anterior só pode ser protegido *permanentemente* [no sentido de encontrar “investidores permanentes”] a partir do aumento na poupança *corrente*”. Até encontrar este tipo de investidor o “aumento no fundo circulante de ‘*finance*’”, necessário para viabilizar o investimento, deve ser “fornecido pelo sistema bancário ou por desentesouramento” (p.284-285).

De todo modo, uma confusão deve ser evitada aqui: o investimento agregado sempre induz a geração de poupança no montante correto; já o uso dos recursos líquidos não gastos pelos poupadores na consolidação das dívidas contraídas pelos investidores é uma outra questão. Dado o “caráter de longo prazo” dos ativos associados à consolidação de tais dívidas, é possível argumentar que “o *incremento* do investimento corrente” poderá encontrar no “*incremento da poupança corrente*”, quando mantida na forma daqueles ativos, “uma moradia permanente ... sem pressionar a posição de liquidez e a taxa de juros de longo prazo” (p. 284). Parece ser esta a intenção de KEYNES (1987). De qualquer forma isto está sujeito à exigência que os novos “poupadores” tenham a mesma disposição que os antigos “poupadores” de manter suas “poupanças” na forma daqueles ativos, disposição que estaria expressa, segundo Keynes, na “taxa de poupança prévia” (p. 284). Por outro lado, esta observação também está sujeita à objeção adicional que tal disposição pode ser igualmente compartilhada por outros agentes, que não dispendo da quantidade de poupança desejada, resolvam se endividar para adquirir aqueles ativos, caso no qual não teria muito sentido falar de “poupança induzida ... [como] fonte de consolidação” das dívidas. Na verdade trata-se sempre de aplicadores de capital que, com base em suas expectativas e preferência pela liquidez, optam por manter sua riqueza

sob aquela forma. Não é, portanto, necessário estabelecer este tipo de associação entre poupança e consolidação das dívidas. Ademais, esta opção parece somente gerar confusão com alguma noção de equilíbrio do tipo poupança e investimento *ex ante / ex post*.

Se, por outro lado, a intenção é relacionar a aquisição de ativos de capital e as diferentes formas de seu financiamento não há dúvida que uma abordagem como a proposta por MINSKY (1986) é muito mais promissora⁵². A posição dos agentes é classificada em *hedge*, especulativo e *Ponzi* segundo as diferentes opções de financiamento da aquisição de ativos e segundo o grau de compatibilização das estruturas de pagamento e recebimento (prospectivo) aí envolvidas⁵³. Observe que esta alternativa dispensa qualquer referência à poupança como "fonte de consolidação" das dívidas de curto prazo. Ela valoriza, em primeiro lugar, as diferenças de expectativas e de aversão ao risco de descasamento entre ativo e passivo. KEYNES (1987) já sugeria algo nesta

⁵² Na verdade V. CHICK (1983) parece ter a intenção de estabelecer uma relação bem mais "ampla", envolvendo a poupança como "fonte de financiamento" do investimento, sob a forma de consolidação das dívidas de curto prazo (p. 262 - 263), e a conseqüente possibilidade de "repagamento" dos empréstimos, que permitiria restabelecer a liquidez bancária pressionada pelo motivo *finance*. É neste contexto que ela incorpora as tipologias de Minsky e também de Davidson sobre as formas de financiar posições (p. 240-241).

⁵³ Financiamento *hedge* é caracterizado por uma expectativa de receitas que excedam os compromissos financeiros do agente, enquanto unidades cujos compromissos só podem ser cobertos através da rolagem dos débitos vencidos ou mesmo pelo aumento de seu endividamento estão envolvidas em financiamento especulativo ou *Ponzi*, sendo portanto particularmente vulneráveis às oscilações do mercado financeiro. Tal tipologia também está associada à estrutura temporal do ativo e do passivo: assim "[o] *finance* especulativo envolve o financiamento no curto prazo de posições no longo prazo", mas uma unidade deste tipo pode tornar-se "*hedge* se há uma grande expansão [*surge*] da renda ou se os débitos são 'consolidados' " (MINSKY, 1986, p. 207).

direção ao chamar a atenção para a influência de “algum elemento de previsão, por parte do empresário, em relação aos termos nos quais ele pode consolidar seu *finance* quando chegar a hora” (p. 217). Por outro lado, a tipologia de Minsky permite incorporar à análise o efeito das condições econômicas sobre a evolução da relação passivo / ativo e a eventual fragilização da estrutura financeira daí resultante. Assim, aspectos microeconômicos que afetam a rentabilidade dos ativos, como o desempenho de mercados específicos, ou então variáveis financeiras como a taxa de juros, que interfere diretamente na evolução dos passivos emitidos, podem ser analisados à luz do seu papel na transição dos agentes entre um e outro desses diferentes tipos de financiamento. E de fato são estas condições econômicas que, em última instância, determinam se e em que termos os empresários conseguirão consolidar suas dívidas⁵⁴. A poupança induzida, que será sempre igual ao investimento agregado qualquer que seja a evolução daquelas condições, não pode ter a relevância que V. Chick pretende lhe atribuir neste processo. Mais uma vez isto revela o débito deste tipo de

⁵⁴ Se a questão for colocada em termos mais gerais a pergunta mais relevante seria: quais são as pré-condições a nível agregado para a economia ter capacidade de servir a dívida passada? Uma economia em crescimento exige a contínua ampliação das decisões de gasto e na verdade são tais decisões no presente que permitem validar no agregado suas congêneres passadas. Se todas elas se baseiam na expansão do crédito, pode-se dizer que é a continuidade dos gastos em investimento e consumo e do “endividamento [correspondente] que permite servir a dívida passada” (BELLUZZO e ALMEIDA, 1989, p. 121). Observe que esta última análise, inspirada no trabalho de STEINDL (1976), não invalida de forma alguma a abordagem proposta por Minsky. Mesmo uma economia com uma estrutura de financiamento mais robusta, do tipo *hedge*, transita para estruturas especulativas ou do tipo *Ponzi* no caso de uma contração mais acentuada das decisões de gasto em investimento e consumo. Trata-se, neste caso, de acrescentar àquele papel validador das decisões de gasto corrente, a sensibilidade das estruturas de financiamento à dinâmica do mercado financeiro. Tanto em um caso como no outro não há nenhum espaço “para a ação positiva de poupar” (CHICK, 1983, p. 181).

abordagem com a teoria dos fundos de empréstimos⁵⁵. No caso do horizontalismo esta relação foi, até o momento, somente esboçada, não ficando clara a dimensão de seu débito com aquela teoria. O último item deste capítulo tem justamente como objetivo esclarecer a questão.

IV.4. O Horizontalismo e a Teoria dos Fundos de Empréstimo

Um dos motivos pelos quais KEYNES (1987) teria considerado sua teoria e a dos fundos de empréstimo como “radicalmente opostas” (p.202) encontra-se sem dúvida na constatação que, a exemplo da “doutrina clássica”, “a taxa de juros [nesta teoria também] é fixada ao nível no qual a oferta de crédito, na forma da poupança, é igual à demanda por crédito, na forma do investimento” (p. 206). Mesmo concordando com esta crítica de Keynes, não há como negar que ela não é extensível, pelo menos nesta forma, ao horizontalismo. De fato, ainda que Moore se esforce por traçar algumas analogias mais explícitas com aquela

⁵⁵ V. CHICK (1983) é a respeito extremamente sincera: “[a] dificuldade surge ... da introdução em uma estrutura keynesiana de duas questões embaraçosas [da teoria] dos fundos de empréstimos: como o investimento é financiado e *para onde vai a poupança?*” (p. 261, grifo nosso); ou ainda, “[e]sta história, empregando poupança *ex ante* e, implicitamente, fluxos de moeda, tem mais a ver com a perspectiva da LFT [teoria dos fundos de empréstimo] do que com JMK” (p. 191).

teoria⁵⁶, deve-se reconhecer que em seu modelo não só o crédito é incorporado na forma de um meio de financiamento alternativo à poupança prévia, como também que a AM dispõe de ampla autonomia na fixação exógena da taxa de juros.

A questão, no entanto, adquire outra dimensão se adicionarmos à análise a variação de preços. Admita-se, por exemplo, que a AM fixe a taxa de juros básica a um valor muito baixo. A consequência será um processo inflacionário de inspiração wickselliana, que se manterá enquanto a taxa de juros estiver fixada a

⁵⁶ “As taxas de juros podem ser vistas como determinadas pela oferta e demanda por fundos de empréstimo. Mas o banco central é o fornecedor monopolista residual de moeda fiduciária e, portanto, exceto a taxas de juros muito elevadas, o prestador dominante no mercado” (MOORE, 1988a, p. 266, nota 10). No mesmo sentido vide MOORE (1989c, p. 19-20). Por outro lado, vale mencionar que na literatura é também recorrente a tentativa de conciliar a teoria dos fundos de empréstimos com “versões ortodoxas” da preferência pela liquidez. Vide, por exemplo, o texto de TSIANG (1980). WRAY (1990a) faz uma análise detalhada deste tipo de tentativa e de sua leitura equivocada da teoria da preferência pela liquidez. Um exemplo interessante é o de FOULEY (1975), que somente admitindo “previsão perfeita” teria sido capaz de “mostrar a equivalência entre a teoria dos fundos de empréstimo e a teoria da preferência pela liquidez, em modelos de início de período” (WRAY, 1990a, p. 176). Obviamente que “previsão perfeita” não corresponde à visão keynesiana de mundo, da mesma forma que seria estranho supor a possibilidade de a taxa de juros ser estabelecida em outro momento que não o “início do período – quando os compromissos são assumidos”, i.e. quando os créditos são contraídos. Afinal “[a] taxa de juros no modelo de Keynes é determinada pela demanda e oferta de tesouros (um estoque), no início dos períodos e em um mundo de incerteza” (WRAY, 1990a, p. 176).

um valor abaixo do compatível com a estabilidade dos preços⁵⁷. A um baixo “custo do crédito” os empréstimos bancários e conseqüentemente a oferta de moeda podem se expandir “muito rapidamente”, permitindo um crescimento excessivo da demanda agregada em relação ao crescimento do “produto potencial a preços constantes” (MOORE, 1988a, p. 333). Esta é a decorrência necessária de uma oferta nominal de moeda determinada pela demanda, quando os termos de empréstimos são favoráveis ao endividamento⁵⁸.

⁵⁷ A taxa de juros que garante no modelo horizontalista a estabilidade de preços poderia ser interpretada como uma espécie de taxa natural. MOORE (1988a), no entanto, parece evitar este tipo de associação, possivelmente por compartilhar de determinadas críticas ao modelo wickselliano inspiradas na “controvérsia do capital”: “[a] instabilidade, não-unicidade e não-existência de uma solução de equilíbrio coloca dificuldades insuperáveis para qualquer interpretação da taxa natural como um centro de gravitação de longo prazo para a taxa de juros de mercado” (p. 237). De qualquer forma a analogia parece óbvia e teria sido uma opção mais interessante discutir tal taxa de juros, inclusive para atribuir-lhe algum conteúdo teórico além da mera constatação *ad hoc* de sua vinculação à estabilidade de preços. Isto tornaria possível contrastá-la com a definição de taxa natural sugerida por Keynes no *Treatise*, já bastante marcada pela noção de expectativa de rentabilidade dos ativos e de avaliação da riqueza. Ao contrário de Moore, HICKS (1978) discute a questão detalhadamente. Ele sugere, com base em Myrdal, a existência de uma multiplicidade de taxas naturais - “uma taxa natural diferente para cada equilíbrio” associado a cada tipo específico de “estabilidade dos preços” (p. 86-87) - e relaciona suas variações às diferenças na sensibilidade e flexibilidade dos preços. Já em Keynes estas variações estão associadas ao comportamento dos agentes e à sua distribuição em baixistas e altistas, uma vinculação que ao ser aprofundada na *Teoria Geral* tornou o próprio conceito de taxa natural desnecessário.

⁵⁸ Vale mencionar que MOORE (1988a) admite inicialmente algumas hipóteses simplificadoras - “mercados ... perfeitamente competitivos e ... preços ... perfeitamente flexíveis” - com o objetivo de excluir a inflação de custos: “[e]m tal mundo inflação e deflação podem resultar somente de um excesso ou deficiência de demanda agregada e a inflação de custos pode ser ignorada” (p. 340). No entanto, sua inclusão posterior não altera, no essencial, as conclusões horizontalistas que serão analisadas a seguir.

Mas em termos reais a situação não é esta: taxas de juros nominais muito baixas, ao mesmo tempo que induzem uma pressão inflacionária de demanda, colaboram, até por este motivo, para reduzir a oferta real de depósitos, tornando-se uma restrição à expansão adicional do crédito. Em outros termos, se a taxa de juros for fixada pela AM a um valor abaixo daquele compatível com a estabilidade de preços, as “taxas de juros reais *ex ante*”, projetadas pelos agentes de acordo com suas expectativas de inflação e com certeza com valores menores do que a já baixa taxa nominal, estimulam a redução de sua demanda por depósitos em termos reais. A execução de uma política de juros deste tipo cria um *gap* entre demanda por empréstimos e demanda por depósitos, gerando um “excesso ‘nocional’ de demanda por crédito bancário em termos reais” (MOORE, 1988a, p. 344). Não se trata aqui de qualquer modificação na PPL dos bancos, que por este motivo eventualmente se recusariam a expandir a oferta de crédito, nem tampouco de alguma “deficiência de moeda” do tipo a que Keynes alude em um de seus últimos textos. A oferta de moeda continua sendo “determinada pela demanda e dirigida pelo crédito”. Trata-se na verdade da possibilidade que em um quadro inflacionário de demanda esta última determinação seja, em termos reais e no longo prazo, invertida⁵⁹.

⁵⁹ “No curto prazo o volume nominal de empréstimo de conveniência *do* sistema bancário (pelos correntistas ...) é governado pelo volume nominal de empréstimo *do* sistema bancário (aos tomadores de empréstimos...) ... Mas no transcurso do longo prazo as forças que determinam o volume de equilíbrio da intermediação podem ser invertidas. Em todas as taxas de juros suficientemente baixas para gerar uma inflação de excesso de demanda, a quantidade de depósitos demandada em termos reais governa a quantidade de crédito real que o sistema bancário pode fornecer” (MOORE, 1988a, p. 345). Em outros dois textos MOORE (1986, 1989d) estende esta noção a países em desenvolvimento, que experimentaram períodos prolongados de inflação. Vide também a respeito KAPUR (1989).

O processo se desenvolve exatamente na direção contrária se as taxas nominais forem fixadas a valores “muito altos”. Neste caso o impacto deflacionário resultante da “deficiência de demanda agregada” incentiva que “as taxas de juros reais *ex ante*” sejam estimadas em valores superiores aos “níveis nominais” e contribui para a existência de um “excesso nocional de demanda por depósitos reais” (p. 344-345). É com base nestas duas possibilidades de evolução do nível de preços que MOORE (1988a) formula uma conclusão geral sobre a intermediação financeira: “[o] volume real de intermediação pode ser limitado pelos depósitos ou pelo crédito dependendo do nível de taxas de juros nominais administradas pelo banco central” (p. 348)⁶⁰. Mas mais interessante é o vínculo que ele estabelece entre esta conclusão e a relação poupança-investimento: “[d]e forma similar e dependendo das taxas de juros a poupança pode determinar o investimento ou o investimento pode determinar a poupança no longo prazo” (p. 348)⁶¹.

⁶⁰ A importância de conceitos como “volume real de intermediação” ou “oferta real de moeda” para o modelo horizontalista não deve ser minimizada. O próprio MOORE (1988a) parece enfatizá-la ao avaliar a relevância de seu congênere em termos nominais: “[a] oferta nominal de moeda ... tem em si mesmo pouco significado econômico ou significância analítica” (p. 328). Por outro lado, é também na discussão de seu modelo em termos reais que MOORE (1989d) revela de forma nítida a verdadeira importância que atribui aos bancos: eles “[seriam] simplesmente intermediários” entre os “empréstimo[s] de conveniência” dos depositantes e os empréstimos concedidos aos tomadores (p. 399).

⁶¹ Em *review* do livro de Moore WRAY (1989a) destaca como ponto frágil da análise horizontalista o tratamento “por vezes confuso” dado à “determinação da oferta real de moeda”, assim como a suposta inversão, no longo prazo, da direção causal na relação entre investimento e poupança. Suas opiniões sobre a relação entre poupança, lucros e investimento podem ser encontradas em WRAY (1989b, 1991).

A este respeito vale ainda lembrar que na formulação simplificada de seu modelo MOORE (1988a) associa a movimentação de preços exclusivamente à deficiência ou ao excesso de demanda, sugerindo a existência de uma taxa de juros que garante simultaneamente a estabilidade de preços e o pleno emprego. Por este motivo ele pôde atribuir ao estado de pleno emprego o papel de fronteira entre os dois supostos tipos de determinação na relação poupança-investimento e assim estabelecer uma correspondência entre esta última relação e a relação oferta-demanda agregadas: “[n]o longo prazo e dependendo das taxas de juros estabelecidas pelo banco central, a taxa de acumulação pode ser limitada pela demanda (investimento) ou pela oferta (poupança)” (p. 385).

A interpretação destes trechos exige alguma cautela. Em termos nominais MOORE (1988) procura diferenciar sua concepção de “empréstimo de conveniência” do conceito de poupança⁶². Por outro lado, quando sua análise é colocada em termos reais e no longo prazo, parece claro que há uma identificação entre as restrições impostas pelo conjunto dos depósitos, enquanto fonte dos meios de financiamento, e as restrições que a poupança imporia à expansão do investimento no caso da taxa de juros nominal ser fixada abaixo daquela compatível com preços estáveis e pleno emprego. A associação da noção de poupança à de oferta agregada (quicá de bens de investimento!) não resolve a

⁶² “É importante enfatizar que ‘empréstimo de conveniência’ ou aquisição líquida de depósitos não é sinônimo e deve ser nitidamente diferenciado de poupança líquida, exatamente como a emissão líquida de crédito deve ser nitidamente diferenciada de investimento líquido” (p. 332).

questão, indicando tão somente a significativa dose de confusão conceitual que paira sobre este tipo de formulação⁶³.

Mas de qualquer forma as peculiaridades de uma economia no pleno emprego tem de ser consideradas. O próprio KEYNES (1987) afirma que “uma grande parte de [sua] teoria deixa de ser necessária quando a oferta de produto é como um todo inelástica”, uma situação que ele, além disso, sugere como definição de “pleno emprego” (p. 71). Disto, no entanto, não se deduz que a validade de sua teoria esteja circunscrita a situações de desemprego. O objetivo deste tipo de afirmação de Keynes parece mais específico: sublinhar que suas sugestões de política monetária e de controle sobre o investimento como meio de ampliar a demanda efetiva tornam-se desnecessárias quando o efeito de tais medidas venha a ocorrer basicamente em termos nominais e sem conseqüências sobre o nível de emprego.

Isto de forma alguma desqualifica os conceitos básicos de sua teoria, como a preferência pela liquidez e a demanda efetiva, nem sugere que os mesmos deixem de operar em uma economia no pleno emprego. De fato, mesmo que a análise se dê em termos reais e em um elevado nível de demanda característico do pleno emprego, “[o] mercado de investimento pode tornar-se congestionado [exclusivamente] por deficiência de moeda ... nunca ... por deficiência de poupança” (KEYNES, 1987, p. 222). Portanto, mesmo aí é basicamente a

⁶³ De fato se a poupança é definida como parte não-consumida da renda ou então entendida como um fluxo de riquezas (ativos de capital) que são adicionadas ao estoque de capital, tornando-se parte da capacidade instalada, em nenhum dos casos ela se confunde com a oferta agregada.

preferência pela liquidez que regula a oferta de meios de financiamento, nunca a poupança, ainda que supostamente expressa através do conjunto de depósitos em termos reais. Pelo mesmo motivo não tem sentido atribuir a Keynes a conclusão que no pleno emprego “uma alta taxa de poupança encoraja a acumulação de capital” (MOORE, 1989c, p. 28). Primeiro, porque é uma decorrência lógica de sua teoria, seja no pleno emprego ou abaixo dele, que a única forma de poupar em termos agregados é via investimento, i.e. via ampliação do estoque de capital. Segundo, porque a afirmação de Moore, seguindo o exemplo das interpretações mais ortodoxas de Keynes, faz uma identificação ilegítima e equivocada entre baixa propensão a consumir e “alta taxa de poupança”, esquecendo que esta última é dependente de forma direta e exclusiva do investimento⁶⁴. Assim, mesmo em condições de pleno emprego ou de inflação de demanda, o investimento determina a poupança.

A possibilidade de inversão desta determinação no caso do horizontalismo está associada de duas formas ao nível das taxas de juros: a seus valores nominais, correntes e futuros, e às expectativas de taxa de inflação, que em conjunto, dão origem às taxas de juros reais *ex ante*. MOORE (1988a) procura com isto evitar que se atribua a este processo qualquer conotação de equilíbrio: “[a]s forças de mercado não atuam para produzir um nível de equilíbrio das taxas de juros reais. Taxas reais *ex ante* são simplesmente taxas nominais *ex ante* ajustadas pelas estimativas *ex ante* da taxa de inflação” (p. 348). Ademais, os

⁶⁴ Moore faz a afirmação acima em referência ao seguinte trecho de KEYNES (1985): “apenas em condições de pleno emprego pode uma baixa propensão a consumir levar ao crescimento do capital” (p. 253). Vide a respeito o item IV.1. O Equilíbrio entre Poupança e Investimento e o Papel do Multiplicador.

próprios mecanismos inflacionários/deflacionários contribuem para aumentar o desequilíbrio. Tanto porque acentuam o desajuste das taxas nominais, aprofundando o *gap* entre as demandas, em termos reais, de crédito e de depósitos, como porque tornam mais difícil estimar a taxa de juros nominal que seria compatível com a estabilidade de preços.

Mas o mais relevante aqui é entender o papel que a variação de preços desempenha neste processo. Se a AM fixar uma taxa de juros incompatível com sua estabilidade, será justamente através da variação dos preços que “as forças reais da produtividade e frugalidade” atuarão, não só estabelecendo algum grau de ajuste entre poupança e investimento, como também revelando qual dos dois fatores é o determinante nesta relação. Neste contexto, a referência à oferta e demanda agregadas poderia funcionar como um atenuante, indicando que poupança e investimento estariam sendo empregados como *proxy* daquelas variáveis. Neste caso, o papel de restrição desempenhado pela oferta agregada em uma economia sob pressão inflacionária de demanda seria a fonte da conclusão horizontalista que a poupança pode determinar o investimento e revelaria tão somente a intenção de sublinhar que o princípio da demanda efetiva tem sua operação restrita a impactos nominais quando o teto da capacidade produtiva instalada é alcançada.

Mas, ao contrário, a confusão conceitual aí presente indica justamente o quanto Moore está preso nas armadilhas do pensamento ortodoxo. O extenso trecho a seguir não poderia ser mais revelador: “[a] teoria neoclássica dos juros ([a teoria dos] fundos de empréstimo) considera as taxas de juros simplesmente

como um outro preço competitivo que se ajusta para equilibrar a demanda e oferta de fundos de empréstimo. As taxas de juros são consideradas como determinadas em última instância pelas forças reais subjacentes à demanda por fundos (a produtividade física marginal do capital) e à oferta de fundos (a taxa de preferência ... intertemporal dos indivíduos) ... É *naturalmente verdade* que as taxas de juros podem ser consideradas como determinadas ‘em última instância’ por fatores exógenos, sintetizados sob [o binômio] tecnologia e preferências (‘produtividade e frugalidade’). Mas o mesmo pode ser dito para qualquer preço determinado pelo mercado” (MOORE, 1995, p. 259, grifo nosso). É óbvio que no horizontalismo isto não pode se aplicar à taxa nominal, determinada de forma exógena, mas exclusivamente pela autoridade monetária. Esta última, enquanto “fornecedor[a] monopolista residual de moeda fiduciária”, tem de ofertá-la na quantidade demandada pelo mercado, mas pode fazê-lo ao preço de sua escolha. Aí se encerra seu livre arbítrio: na determinação das taxas reais entram em cena, através da variação dos preços, os fatores exógenos de inspiração neoclássica⁶⁵. Sob este prisma o horizontalismo pode ser considerado como uma variante moderna da teoria dos fundos de empréstimo: a maior possibilidade de criação endógena de moeda é incorporada à teoria no plano nominal, deixando à esfera

⁶⁵ Nesta versão do horizontalismo, “em termos reais” e no longo prazo”, perde-se muito da importância das expectativas. A afirmação enfática do caráter *ex ante* das taxas reais cumpre o papel de contestar a existência de um equilíbrio com ajuste automático, mas são as “forças reais” que em última instância determinam o valor desta variável. Não é estranho, portanto, que certos *reviews* do livro de Moore concluam, a exemplo de CAGAN (1990), que quando se trata de “questões políticas, [ele] ... está quase totalmente de volta ao *mainstream*, exceto por ênfase” (p. 697).

real a ação subterrânea mas determinante da “produtividade e frugalidade”⁶⁶.

Por isso não devem causar surpresa as opiniões de Moore a respeito do papel da taxa de juros na geração de nova riqueza. Basicamente ele discorda da defesa de baixas taxas de juros como forma de incentivar a acumulação de capital: Keynes teria desconsiderado “os efeitos inversos da variação da taxa de juros sobre a riqueza e, portanto, sobre a renda na forma de ganhos de capital”. Surpreendente, no entanto, é o exemplo que ele fornece a seguir: “[n]a medida que as taxas de juros caem o valor dos ativos de capital, determinado pelo valor descontado de seu fluxo de renda futuro, necessariamente aumenta, logo ganhos de capital irão ocorrer no processo” (MOORE, 1989c, p. 29). O que se desconsidera neste caso é que tais “ganhos de capital” são virtuais, ou melhor nocionais; eles não podem ser efetivamente realizados, já que não há mercado secundário de bens de capital. O que os “ganhos de capital”- na verdade os aumentos do preço de demanda dos ativos de capital - provocam é uma maior aquisição de novos ativos do mesmo tipo, justamente a conclusão básica de Keynes. A conseqüente ampliação do investimento reduz a escassez de ativos de capital, diminuindo assim a renda prospectiva obtida com sua posse. Através da redução dos juros e da regulação do investimento, a utopia keynesiana pretendia reduzir o “poder ... do capitalista de explorar o valor de escassez do capital” (KEYNES, 1985, p. 255). A remuneração do “fator” capital passaria a ser

⁶⁶ V. CHICK (1983) sugere que o modelo proposto por Robertson em 1940 já incorpora algo similar à plena endogenia monetária: neste modelo “[a] função oferta de empréstimos bancários é perfeitamente elástica” (p. 260). Vale mencionar que também ANDRADE (1989) atribui a outro expoente do horizontalismo, a Kaldor, “a Ressurreição da Teoria dos Fundos de Empréstimo” (p. 141-149).

determinada por suas funções especificamente empresariais. Conhecedor da dualidade circulação financeira/circulação industrial e da subordinação da geração de nova riqueza à lógica financeira de gestão da riqueza em geral, Keynes tencionava alterar esta relação por meio da regulação pública, incentivando o acúmulo de riqueza privada através da criação de riqueza social. É a tensão latente em sua obra entre os acúmulos privado e social de riqueza⁶⁷ que justificam a sugestão da “eutanasia do rentista” como forma de viabilizar o primeiro acúmulo basicamente através do segundo.

MOORE (1989c) definitivamente discorda destas posições: elas desconsiderariam que as taxas de juros também desempenham o papel de “atrair poupança para os ativos financeiros” (p. 29). Se “a retribuição real *ex ante*” que estas taxas representam não for “suficientemente alta para induzir os proprietários de riqueza a acumular voluntariamente tais direitos [ativos financeiros]”, esta “poupança” passa a representar uma barreira ao crescimento

⁶⁷ “O desejo do indivíduo de aumentar sua fortuna pessoal, abstendo-se de consumir, tem sido geralmente mais forte que a tendência do empresário para aumentar a riqueza nacional empregando mão de obra na produção de bens duráveis” (KEYNES, 1985, p. 237).

econômico (MOORE, 1988a, p. 376)⁶⁸. A semelhança destas opiniões com a visão ortodoxa da taxa de juros permite recuperar algumas críticas de Keynes formuladas especificamente contra aquela teoria.

É o caso, em especial, de sua afirmação que na ortodoxia “[a] eficiência marginal da moeda em termos de si mesma [a taxa monetária de juros] tem a peculiaridade de ser independente de sua quantidade”. Esta independência derivaria da “teoria quantitativa da moeda colocada em termos estritos” (KEYNES, 1987, p. 103), já que neste caso as mudanças no índice de preços seriam decorrência direta e ocorreriam na mesma proporção das mudanças na quantidade de moeda. No horizontalismo esta causalidade é sem dúvida invertida. Por outro lado, à medida que o desemprego é admitido, não só as variações no índice de preços, mas também as variações na renda nominal resultantes de alterações na renda real, devem se refletir de forma proporcional

⁶⁸ Há um outro aspecto da crítica de MOORE (1989c) à intenção de reduzir “o valor de escassez do capital” que merece ser analisado: segundo ele Keynes teria também subestimado “os efeitos da mudança tecnológica na elevação do retorno sobre novos investimentos”. E acrescenta: “[h]á razões intrínsecas para a escassez do capital” (p. 28). É um fato que ao abrir novas possibilidades de investimento e principalmente ao criar novos ramos de produção, o desenvolvimento tecnológico repõe de alguma forma a escassez do capital. É também verdade que este tipo de preocupação não teve maior destaque na formulação de Keynes. Mesmo assim a noção que a redução dos juros é um dos elementos básicos para diminuir o “valor de escassez do capital” mantém sua validade, inclusive naqueles novos setores gerados pelo desenvolvimento tecnológico. Por outro lado, a observação de que “não há razões intrínsecas para a escassez do capital” (KEYNES, 1985, p. 255) parece ter como alvo a noção de capital como um “fator” escasso “no sentido físico”. Afinal os ativos de capital são bens reprodutíveis, “*produzido[s] pelo trabalho*” (p. 151). É recomendável aqui uma referência a Marx e sua conceituação de capital não como máquinas e equipamentos, mas sim como a consequência de uma relação social de produção específica. Pois bem, em Keynes é a preferência pela liquidez como característica, esta sim intrínseca, da economia capitalista que fornece as ditas “razões ... para a escassez do capital”.

na quantidade de moeda. De todo modo estas diferenças não impedem a identidade na conclusão básica: a taxa de juros no horizontalismo também é independente da quantidade de moeda, afinal ela é determinada exogenamente⁶⁹.

Deve-se entender a importância e o alcance desta identidade. Ao relacionar a taxa de juros à quantidade de moeda, Keynes sublinha que o efeito desta última sobre variáveis como preços monetários, preços relativos e nível de atividade ocorre indiretamente, através da taxa de juros. Portanto, é por meio de sua eficiência marginal que a moeda atua como um determinante real da atividade econômica. A ortodoxia, ao contrário, advoga o efeito da quantidade de moeda diretamente sobre o nível de preços, mas tão somente sobre ele, pois nega àquela variável efeito relevante sobre preços relativos e nível de atividade. Justamente por isso a moeda não tem qualquer “influência autônoma”, cabendo à movimentação dos preços monetários exclusivamente ajustar sua eficiência marginal à “eficiência marginal dos outros ativos, determinada por outras forças” (KEYNES, 1987, p. 103).

Mas a relação inversa, do nível de preços para a quantidade de moeda, também não parece atribuir à moeda uma “influência autônoma” muito mais significativa. É necessário entender esta afirmação corretamente. É verdade que MOORE (1988a) considera a taxa de juros como um “custo do crédito” (p. 330)

⁶⁹ Obviamente isto não exclui a possibilidade que a AM empregue a relação no sentido inverso, da quantidade de moeda como função da taxa de juros, enquanto instrumento de controle da expansão monetária. Neste caso, se há alguma dependência ela só existe por via exógena, através da intervenção do banco central. Ademais, a eficácia deste instrumento dependeria da sensibilidade da demanda por crédito, a variável determinante da quantidade nominal de moeda no horizontalismo, às mudanças na taxa de juros.

que afeta o processo de endividamento e as decisões de gasto. Portanto, é inegável que a taxa de juros é incorporada como um mecanismo de influenciar a demanda efetiva. Mas é necessário ressaltar: ela é vista aqui exclusivamente como um custo. A alternativa de considerá-la “como patamar de remuneração” (COSTA, 1993, p.63) não resolve a questão, mesmo porque este continuaria sendo determinado exogenamente. Na “tradição keynesiana”, no entanto, a moeda desempenha papel bem mais relevante: sua eficiência marginal representa uma medida da disponibilidade dos agentes de se distanciarem da liquidez; deste modo, além das condições de criação de liquidez, a taxa de juros expressa a incerteza quanto ao desempenho econômico futuro. A opção por torná-la estritamente exógena significa excluir uma das formas básicas de incorporar a incerteza em um modelo econômico de inspiração keynesiana. Na verdade a própria noção de moeda como um *hedge* contra o futuro incerto torna-se supérflua. Portanto Moore só demonstra coerência ao negar valor à noção de preferência pela liquidez, mas com isto revela também a existência de concepções distintas acerca do próprio conceito de moeda. Por este motivo é necessário esmiuçar as concepções de moeda que amparam as obras de Keynes e do horizontalismo. É este o intuito do próximo capítulo.

CAPÍTULO V

A Moeda

V. A Moeda

A crítica horizontalista à concepção monetária de Keynes inclui no rol dos conceitos a serem reformulados o postulado acerca das propriedades essenciais da moeda, formalizado no capítulo 17 de sua última obra¹. A contraposição deste postulado às concepções apresentadas no *Treatise* teria como objetivo demonstrar a convivência, no conjunto de sua obra, de visões distintas acerca dos atributos monetários, algumas das quais com um viés nitidamente endógeno.

É, sem dúvida, correto que as concepções de Keynes sobre a moeda alteraram-se ao longo de sua obra. Mesmo no interior de cada um de seus principais livros sobre a questão monetária parecem conviver, senão formulações diferentes, pelo menos formulações que enfatizam ângulos distintos acerca do papel, dos atributos, das funções e da própria definição de moeda. Não é necessário, no entanto, enxergar neste fato incoerência teórica ou então um pragmatismo, algo que conveniente, de sacar a definição mais adequada para a discussão do momento. De fato, Keynes parece operar com a noção de moeda em diferentes níveis, sem a preocupação, exceto talvez no *Treatise*, de criar conceitos específicos para cada caso. O detalhamento de sua evolução conceitual nesta questão permitirá verificar a compatibilidade entre os diferentes tratamentos e ênfases, assim como especificar de forma mais precisa a gênese e eventual importância das “propriedades essenciais da moeda” para uma teoria monetária pós-keynesiana.

¹ Vide MOORE (1988a, p. 8, nota 6) e Nogueira da COSTA (1993, p. 62-63).

V.1. A Moeda no Keynes *Pré-Teoria Geral*.

Já no *Tract on Monetary Reform*, tido como uma de suas obras mais ortodoxas, KEYNES (1971a) parece trabalhar a noção de moeda com perspectivas diferentes. Na primeira frase do livro ele deixa claro o que considera sua função “essencial”, aparentemente indicando o aspecto que irá predominar em sua análise: “[a] moeda somente é importante pelo que ela irá demandar” (p. 1). Em trecho posterior, ele complementa: “moeda é simplesmente aquilo que o Estado declara de tempo em tempo ser um bom meio legal de quitar contratos monetários” (p.8). É principalmente com base nesta função da moeda como meio de troca que Keynes discute os processos inflacionários e hiperinflacionários e também a relação entre sua quantidade e os preços. Na medida em que o público não altere os “seus hábitos no uso da moeda”, aquela relação poderia ser empregada como uma forma complementar de taxaço: o “processo de impressão de notas adicionais” daria origem ao “imposto inflacionário”, um imposto “bem difundido, [que] não pode ser evitado, não custa nada para ser recolhido e incide ...na proporção da riqueza da vítima” (p. 39). Mas a hipótese de encaixes reais constantes, subjacente àquela relação, não se sustenta em “casos extremos”. Nestas situações, a “elasticidade da demanda por moeda” ao aumento na sua quantidade torna-se menor que a unidade e o efeito sobre os preços de uma elevação da velocidade de circulação torna-se tão ou mais importante que o efeito do “aumento no volume de notas” (p. 42-43). São as modificações nos hábitos do público quanto à retenção de moeda que provocam esta alteração na relação entre sua quantidade e os preços. Tais modificações, no entanto, por mais expressivas que sejam, parecem não eliminar

a conveniência de empregar a moeda como meio de troca, pelo menos para certa parcela das transações correntes: “[m]esmo uma tal taxa [hiperinflacionária] ... não é suficiente ... para contrabalançar as vantagens de usar a moeda ao invés do escambo para os negócios insignificantes da vida cotidiana” (p. 44).

Por outro lado, “o imposto inflacionário” inviabiliza as funções da moeda como reserva de valor e unidade de conta. Para este último fim ela “se torna rapidamente pior que inútil, embora ... o privilégio da moeda corrente, enquanto moeda de curso forçado, na quitação de débitos resista na forma de sua quitação tão logo eles devam ser” quitados (p. 44). Também neste caso sua sobrevivência se prende a seu papel como meio legalmente aceito de liquidar dívidas, não à sua função como unidade de referência para contratos e balanços. Mas é exatamente nesta sua última função que a moeda tem uma importância ímpar para o capitalismo contemporâneo, sugere KEYNES (1971a), indicando já no *Tract* a outra face de seu tratamento da questão monetária: “[a] flutuação do padrão, seja ouro, prata ou papel, não foi somente de uma violência sem precedente, como atingiu uma sociedade cuja organização econômica é mais dependente que qualquer outra de época anterior da hipótese que o padrão de valor seja moderadamente estável” (p. 1-2). É esta dependência que justifica sua discordância de “uma política de *laisser-faire* em relação ao valor da moeda” (p. 16) e a necessidade que “a regulação do padrão de valor [esteja] sujeita a uma *decisão deliberada*” (p. 36). De fato, conclui ele, expressando as angústias do período: “[o] capitalismo individualista atual, precisamente porque confia a

poupança ao investidor individual² e a produção ao empregador individual, *supõe* uma unidade estável de valor, e não pode ser eficiente - talvez não possa sobreviver - sem a mesma” (p. 36).

Vale lembrar que Keynes realiza esta discussão tendo como pano de fundo a contraposição entre inflação e deflação. É principalmente em relação a esta última e ao seu impacto inibidor do processo produtivo que ele enfatiza a importância de um padrão estável de valor. É também neste caso que ele incorpora o tempo de uma forma mais promissora, destacando o caráter temporário da atividade produtiva: “[d]urante o prolongado processo de produção o mundo dos negócios está incorrendo em gastos em termos de *moeda* - pagamentos em moeda de salários e outras despesas de produção - na expectativa de recuperar tais desembolsos pela venda do produto por *moeda* em uma data posterior” (p. 33). A expectativa de preços em queda tem assim como consequência lógica a restrição da atividade produtiva; para evitá-la é necessário um padrão monetário relativamente estável.

Por trás da ênfase nos aspectos negativos da deflação há sem dúvida um juízo de valor emitido por KEYNES (1971a): “[s]e excluirmos inflações exageradas como a da Alemanha, talvez das duas a deflação seja a pior, pois em um mundo empobrecido é pior provocar desemprego que desapontar o *rentista*” (p. 36). Mas seu esforço por formular procedimentos de taxação alternativos à

² No *Tract on Monetary Reform* KEYNES (1971a) denomina de *investing class* os proprietários de riqueza na forma de contratos para “pagamento de quantidades fixas de moeda durante um longo período de tempo” (p.4) e de *business class* os detentores dos ativos de capital.

“depreciação da moeda” não deixa margem à dúvida quanto à importância atribuída à estabilidade de seu valor também quando ela estiver sob ameaça pela variação de preços na direção contrária. Esta parece ser a intenção de sua sugestão de um “*capital levy*” como forma de abrandar os direitos do rentista quando o passivo do Estado, fixado em termos monetários, tiver atingido uma proporção excessiva da renda nacional” (p.54). Neste caso, *para garantir o papel da moeda como unidade de conta* é necessário concluir “que ambos [inflação e deflação] são males a serem evitados” (p. 36).

O tratamento dado à questão monetária no *Treatise on Money* se distingue desde o início justamente pela centralidade atribuída a esta última função da moeda. KEYNES (1971b) começa por diferenciar moeda e “moeda de conta”. Este último, na forma da unidade “na qual débitos, preços e poder geral de compra são *expressos*”, “é o conceito fundamental da teoria da moeda”. Já a moeda em sentido restrito, representando o instrumento por meio do qual “contratos de débito e de preço são *liquidados*... e uma reserva de poder geral de compra é *retida*, deriva seu caráter de sua relação com a moeda de conta”. Por isso “um meio conveniente de intercâmbio à vista pode se aproximar de ser moeda na medida em que possa representar uma forma de reter poder geral de compra. Mas se isto for tudo, teria sido incomum emergirmos do estágio do escambo”. E conclui, reafirmando sua atribuição essencial: “[m]oeda ... no sentido integral do termo só pode existir em relação a uma moeda de conta” (p. 3).

O relevante nestes trechos não é tão somente o fato que um conceito relativamente abstrato de moeda, como unidade de referência, no espaço e principalmente no tempo, para a formação de preços e o estabelecimento de “contratos para pagamento deferido”, esteja desempenhando o papel de elemento básico na formulação de Keynes. O mais importante neste caso é que tal formulação subentende que as funções da moeda como meio de troca, de pagamento e de reserva de valor, só se realizam plenamente na medida em que se reportem à sua atribuição essencial como moeda de conta, indicando uma hierarquia conceitual com conseqüências importantes para a evolução de seu tratamento da questão monetária.

KEYNES (1971b) obviamente reconhece o papel do Estado na garantia de cumprimento dos contratos e na definição de qual é o meio legal de quitá-los. Mas ao distinguir “a *descrição* ou *título*” (a moeda de conta) da “*coisa* que responde à descrição” (a moeda em sentido mais restrito, aquela especificada pelo Estado) (p. 3), KEYNES (1971b) enfatiza uma definição de moeda distinta da predominante no *Tract*: a “[m]oeda ... no sentido integral do termo” não pode ser entendida exclusivamente como uma “filha ... do Estado”. A ênfase recai agora em uma determinação conceitual da moeda mais geral do que o objeto declarado pelo Estado “como um bom meio legal de liquidar contratos monetários”. Portanto, na definição da moeda de conta o Estado não tem plenos poderes.

É também a partir do conceito de moeda de conta que KEYNES (1971b) deriva a moeda bancária. Sua existência dá margem, por um lado, à “oferta de

contratos” e ao “reconhecimento de débitos”; por outro, requer a “própria moeda” ou então uma “moeda estatal”, contra a entrega da qual tais contratos e débitos possam ser quitados. Mas se o reconhecimento de um débito dá direito à “moeda estatal”, o próprio débito pode ser utilizado no “pagamento de transações”: a “moeda bancária é simplesmente” isto, o “reconhecimento de um débito privado expresso na moeda de conta” (p. 5). Portanto, ao lado da moeda estatal, a moeda bancária torna-se mais um “instrumento de troca”. E a tal ponto que na delimitação da quantidade total de moeda em poder do público, esta distinção “freqüentemente faz pouca diferença” (p. 8). Mas KEYNES (1971b) reconhece já no *Treatise*, que tal agregado de moeda retida é composto “predominantemente” por moeda bancária (p. 27-29).

São basicamente duas as motivações do público para reter moeda, “seja na forma de depósitos bancários ou qualquer outra forma”: tanto no caso dos “gastos pessoais” como nos “empresariais” sua retenção permite conectar receitas e desembolsos e funciona como “uma margem contra contingências”; mas a moeda também pode ser retida “como um investimento”, seja porque gera rendimentos na forma de juros, se mantida como aplicação de curto prazo, seja porque há expectativa de que investimentos alternativos possam “depreciar-se em valor monetário” ou ainda porque se atribui importância à estabilidade de seu valor monetário e à possibilidade de “transformá-lo [o depósito] em moeda [em espécie] a curto prazo” (p. 30-31). KEYNES (1971b) traça ainda outra diferenciação interessante: aos depósitos retidos para gastos pessoais (“depósitos de renda”) ele adiciona a parcela dos depósitos retidos para gastos empresariais (“depósitos de negócios”) relacionados diretamente à geração de renda, e associa

este conjunto à circulação industrial; à outra parcela dos “depósitos de negócios”, que se vincula às “transações especulativas” com bens e mercadorias, KEYNES (1971) acrescenta os “depósitos de poupança” retidos “como um investimento” e os associa à circulação financeira (p. 41-43). No primeiro caso a moeda atua como uma ponte entre recebimentos e pagamentos; no segundo, além de participar da circulação dos outros ativos, ela mesma é um ativo.

V.2. A Moeda na *Teoria Geral*, Hicks e o Horizontalismo

Do ponto de vista dos motivos para a retenção de moeda KEYNES (1985) adota na *Teoria Geral* argumentação análoga à do *Treatise*. O motivo transação corresponde em linhas gerais aos depósitos de renda e de negócios de sua obra anterior. O motivo precaução corresponde parcialmente aos depósitos de poupança do *Treatise*, mas também inclui, por exemplo, a retenção de recursos líquidos para atender a “contingências inesperadas”, originalmente incorporadas naqueles dois primeiros tipos de depósitos. Da mesma forma, o motivo especulação também está relacionado aos depósitos de poupança de sua obra anterior; mesmo assim é especialmente a este motivo que KEYNES (1985) dedica maior atenção. Sua relevância se expressa tanto no papel que ele desempenha na transmissão dos “efeitos de uma *variação* na quantidade de moeda” (p. 140), como na importância que a “*incerteza*” quanto às “futuras variações na taxa de juros” possui para este tipo de decisão de reter recursos líquidos (p. 143).

É natural, portanto, que uma das críticas do horizontalismo esteja centrada neste aspecto da teoria da preferência pela liquidez. MOORE (1988a) afirma, por exemplo, que esta “teoria ... deve se referir exclusivamente às taxas de juros de longo prazo” (p. 247). Em outro texto sua conclusão é ainda mais contundente: “...‘a’ taxa de juros para Keynes era a taxa sobre títulos de longo prazo” (MOORE, 1988d, p. 132)³. V. CHICK (1986) apresenta uma interpretação similar: “[a] teoria da demanda especulativa ... justifica a retenção de ‘moeda’ (ativos de curto prazo, incluindo depósitos bancários) ... como uma fuga de ativos de longo prazo” quando a expectativa de perda de capital supera o retorno esperado. Mas a evolução do sistema bancário e sua “disposição para competir por depósitos em toda uma ampla faixa de taxa de juros” transformou “seu passivo gerador de juros ... [em] uma séria alternativa aos títulos para investimentos de longo prazo” (p. 16-17). Deste modo as opções consideradas pela teoria da preferência da liquidez - possuir títulos de longo prazo ou então reter depósitos à vista sobre os quais incidiria uma taxa de juros nula ou “extremamente baixa” - teriam sido efetivamente superadas.

Novamente parece ser Hicks a fonte de inspiração de tais análises. Sobre o mote de sua interpretação da *Teoria Geral* como ‘a teoria econômica da Depressão’, HICKS (1977) atribui a Keynes algumas suposições, explícitas ou não, tais como a existência de um “sistema bancário ... não competitivo” e de uma “taxa de juros única” sob a forma de “uma taxa de longo prazo”. Mais

³ Em artigo mais recente MOORE (1994) faz uma afirmação que, de seu próprio ponto de vista, seria o oposto da anterior: “[n]a *Teoria Geral* Keynes argumentou que a taxa de juros de curto prazo era determinada pela oferta e demanda por moeda, através da teoria dos juros baseada pela preferência na liquidez” (p. 121, *sic*).

interessantes, no entanto, são as decorrências destas suposições para a definição de moeda e delimitação dos ativos que atuam como tal. HICKS (1977) sugere, por exemplo, que “[n]o modelo de Keynes, a moeda não rende juros” (p. 91; vide ainda HICKS, 1967, p. 18), uma sugestão que parece já ter se tornado tradição na literatura econômica e que vem fornecendo um ponto de apoio para diversos analistas atribuírem a Keynes uma suposta mudança de perspectiva entre o *Treatise* e a *Teoria Geral*.

O fato, no entanto, é que “escondida” nas notas de rodapé o leitor mais atento pode encontrar na *Teoria Geral* uma delimitação dos ativos que atuam como moeda bem similar àquela sugerida no *Treatise*⁴: “podemos traçar a linha divisória entre ‘dinheiro’ e ‘débito’ em qualquer ponto que melhor convier ao estudo de determinado problema. Podemos, por exemplo, considerar como *moeda* qualquer comando sobre o poder geral de compra do qual o possuidor não aliena por um período superior a três meses, e ‘débito’ o que se pode recuperar em períodos mais longos. Em vez de três meses, podemos também estabelecer um mês, três dias ou três horas ou outro período; ou podemos excluir da *moeda* tudo o que não seja moeda legal corrente. É muitas vezes conveniente na prática incluir como *moeda* os depósitos a prazo nos bancos e, ocasionalmente, mesmo certos instrumentos de crédito, como, por exemplo, as Letras do Tesouro”. No entanto, complementa KEYNES (1985), “[d]e modo geral, adotarei a mesma suposição apresentada na minha obra *Treatise on Money*, em que foi dito que moeda compreende os depósitos bancários” (p. 122,

⁴ C. FREEDMAN (1993) alerta para os equívocos na interpretação “da definição da moeda em Keynes” e chama a atenção justamente para a relevância de suas notas de rodapé a respeito.

nota 2). Ao analisar o motivo-precaução ele vai mais direto ao ponto: “[s]e os depósitos auferem juros ou se evitam despesas bancárias conservando o dinheiro, isso diminui o custo e reforça o motivo” para reter recursos líquidos (p. 140).

À parte a flexibilidade revelada por estes trechos na delimitação dos ativos que atuam como moeda⁵, parece não restar dúvidas quanto a um ponto: eles indicam que “[n]o modelo de Keynes, a moeda ... [pode] rende[r] juros”. Ao enfatizar em diversos trechos da *Teoria Geral* (p. 102, nota 1; p. 107, nota 7; p. 145) e inclusive no próprio contexto do primeiro trecho anteriormente citado (p. 122, nota 1) que a taxa de juros está sendo empregada como uma variável síntese para “o complexo das várias taxas” associadas às “dívidas de maturações diferentes”, KEYNES (1985) não só deixa claro que seu modelo não se baseia na suposição de uma “taxa de juros *única*”, mas também que “a relação entre as taxas de juros para diferentes prazos depende das expectativas” (p. 107, nota 7).

⁵ Em referência ao primeiro trecho V. CHICK (1983) observa que “[n]em todos podem tolerar este grau de flexibilidade” na delimitação dos ativos monetários (p. 202). É um fato que este trecho sugere que Keynes atribuiria menor importância, do ponto de vista conceitual, àquela delimitação, indicando que se trataria de uma questão de compatibilidade com o problema específico a ser analisado. Não há dúvida de que esta posição contrasta com sua definição bem mais categórica de moeda e de suas propriedades essenciais. Vale a respeito reproduzir o trecho a seguir de DAVIDSON (1977b). Formulado originalmente como uma crítica à pretensão monetarista que “exemplos ilustrativos da moeda possa[m] fornecer a definição de um conceito” - por exemplo, as “definições” de $M_1, M_2, M_3, \dots, M_7$ - este trecho talvez possa nos dar elementos para entender a posição de Keynes: “[p]rogresso e comunicação científica somente podem ocorrer quando definições são criadas não em termos de ilustrações científicas, mas ... em termos de propriedades e características essenciais. Assim, se um item específico possui estas características e propriedades essenciais, ele é um exemplo do objeto definido, não importa quão estranho isto possa parecer ao leigo; por exemplo, uma baleia é um mamífero, não um peixe, ou os bambus são gramíneas, não árvores” (p. 541).

Subentendido aí está a preferência pela liquidez como o determinante da estrutura temporal da taxa de juros e no que concerne à moeda, o essencial não é que ela não renda juros, mas sim que seu principal rendimento seja aquele implícito em sua liquidez⁶. Por isso, a taxa de juros para dívidas de diferentes vencimentos (ou então o diferencial entre cada uma destas taxas e aquela incidente sobre os ativos totalmente líquidos) é uma medida da preferência dos agentes pela liquidez.

É interessante notar que no texto *A Crise Na Economia Keynesiana* HICKS (1987) apresenta uma posição similar à interpretação anterior e enfatiza o papel das expectativas na definição do “diferencial [*spread*] entre as taxas de curto e longo prazo” (p. 39). Por isso um aumento do baixismo pode induzir a uma maior retenção de títulos de curto prazo, não necessariamente de moeda propriamente dita. Mas sua intenção neste caso é também a de se contrapor à posição que ele, por seguidas vezes, atribui a Keynes: “é pouco útil supor que ele [o agente] não tenha outra alternativa a não ser reter moeda *ou* títulos” de longo prazo (p. 39). À luz dos trechos anteriores, no entanto, a sua posição parece muito mais compatível com a concepção original de Keynes do que com a sua

⁶ Em outro trecho KEYNES (1985) levanta a seguinte questão: “dado que a taxa de juros nunca é negativa, porque alguém preferiria guardar sua riqueza de forma que renda pouco, ou nenhum juro [por exemplo, na forma de um ‘depósito bancário’], a conservá-la de outra que renda algum [por exemplo, como uma ‘obrigação’]...?” (p. 122-123). Observe que render “pouco” é, neste caso, uma avaliação relativa, estimada em comparação com o rendimento de um ativo com igual “risco de perda”, mas com prazo de maturação maior. No entanto, MOORE (1988d) opta, seguindo o exemplo de Hicks, por interpretá-lo de uma forma bem restritiva: “Keynes procedia como se o retorno sobre os depósitos fosse *zero*, o que conduziu a seu famoso questionamento se alguém iria desejar reter tal ativo?” (p. 132, grifo nosso).

própria versão da mesma. Neste caso porque a ênfase do autor em uma interpretação extremamente restritiva?

É necessário procurar pela resposta nas suas opiniões sobre a moeda. No texto *The Two Triads*, HICKS (1967) procura traçar um paralelo entre a triade monetária mais tradicional, a das funções da moeda - “unidade de conta, ... meio de pagamento e ... reserva de valor” - e a triade keynesiana dos “motivos para reter moeda” (p.1). Sua primeira associação é entre a moeda como medida de valor e principalmente como meio de pagamento e a demanda transacional: é por aquelas funções que a moeda se adequaria a este tipo de demanda. Mas vale destacar que HICKS (1967) deriva tais funções de uma forma bastante peculiar. Em primeiro lugar ele parece não diferenciar a moeda enquanto meio de pagamento da moeda enquanto meio de troca (p. 2). Por outro lado, a sua função de meio de pagamento é elaborada nos marcos do modelo hipotético de um mercado de um “único dia” (p. 6) e associada aos débitos com um “Sistema Bancário” que funcionaria como um “Sistema de Compensação” integral “ao final do ‘dia’”, pois está suposto “que nenhum débito pode ser transportado para o futuro [*carried forward*]” (p. 11). É exatamente neste contexto que HICKS (1967) introduz a moeda de crédito: o “crédito bancário tornou-se agora *moeda*; ... ele é tanto uma medida de valor como um meio de pagamento”, mas não sendo ainda reserva de valor ele é, no máximo, “quase uma moeda totalmente desenvolvida” (p. 11). O sentido do crédito aqui, e portanto da moeda bancária, é muito especial: ele parece se restringir à noção de moeda composta por “títulos ... [que] po[ssam] de fato ser compensados” mesmo que não haja “nenhuma mercadoria que corresponda a [esta] ... moeda *abstrata* (p.8)”; “títulos” que, de

todo modo, são emitidos e compensados por uma instituição central, “o Banco” (p. 10-14). Sequer juros incidiriam sobre tais créditos, “pois o intervalo de tempo durante o qual este adiantamento não é liquidado [seria] ainda negligenciável” (p.12).

É a esta moeda que HICKS (1967) associa a demanda transacional, acrescentando no entanto uma importante ressalva: esta não é uma demanda “voluntária” por moeda; na verdade tal demanda é a “conseqüência indireta de decisões tomadas por razões totalmente diferentes”, pois neste papel a moeda é tão somente “necessária para *circular* um certo volume de bens, a um nível particular de preços” (p. 15-16). A este tipo de demanda ele então contrapõe a demanda por moeda pelos motivos precaução e especulação, esta sim uma “demanda voluntária”, que ele agora associa à função reserva de valor (p. 17). O interessante neste caso é que esta seria “muito menos uma função monetária” que as outras funções já consideradas. HICKS (1967) traça aqui uma distinção no seio da triade tradicional extremamente importante do ponto de vista de nossa discussão. Enquanto “[u]ma moeda que não possa ser estocada ainda pode ser usada como unidade de conta” ou então “como meio de pagamento”, “uma coisa que não tenha estas outras funções, embora seja susceptível de ser transportada para o futuro e mantenha seu valor (pelo menos em certa medida) ao ser transportada para o futuro, não será naturalmente considerada como moeda, de forma alguma” (p.17). Seriam, portanto, aquelas outras funções da moeda que lhe “conferem alguma qualidade monetária”; “mesmo se tiver somente uma destas outras funções ... ela ainda pode ser um tipo de moeda, mesmo que não mais que uma *moeda parcial*”. Mas “a mera capacidade de ser reserva de valor

não faz o mesmo”, até porque “[q]ualquer ativo mercadizável que apareça em um *portfolio* pode ser considerado como uma reserva de valor” (p. 17-18).

Sem dúvida o aspecto que mais chama a atenção na análise de Hicks é a dimensão temporal “negligenciável” dos papéis da moeda como medida de valor e meio de pagamento. É como se as funções que ela executa neste caso se limitassem à comparação de valor entre as mercadorias e à possibilidade de intermediar seu intercâmbio em um intervalo de tempo bem restrito, de forma que a dimensão espacial, de viabilizar o contato entre um grande número de proprietários e de conferir-lhes um instrumento de medida para compararem seus bens, seja considerada a característica essencial daqueles papéis da moeda. É verdade que HICKS (1967) procura incorporar, mesmo que timidamente, alguma dimensão temporal. Faz isso através das “expectativas de preços”: “mesmo em um mercado no qual o comércio é autocontido, [as expectativas de preços] devem ser consideradas como baseadas de alguma forma na experiência anterior”; mesmo em tal mercado não é necessário “privar de *memória* nossos comerciantes” (p.10). Mas a ênfase na variação dos “preços absolutos”, dos “preços monetários”, “de um ‘dia’ para outro”, enquanto “o mesmo equilíbrio de Walras [é] atingido”, (p.10) revela a timidez deste intento. De fato, Hicks parece atribuir especialmente à função reserva de valor a relação da moeda com o tempo, justamente àquela função que não seria especificamente monetária.

No que se refere à função meio de pagamento a dissociação entre moeda e temporalidade só pode causar estranheza, já que justamente em sua origem se encontra a separação temporal entre o intercâmbio e a realização monetária. Observe que isto não altera a relevância do outro aspecto da questão: aquele

relacionado ao caráter “*abstrat[o]*” da moeda contemporânea, no sentido que esta tem sua gênese em instrumentos de débito privado que evoluíram para um “débito do Estado”, declarado pelo mesmo como “meio aceitável de liquidar um passivo” (KEYNES, 1971b, p.5). Parece ser exatamente esta a característica que Hicks considera o aspecto fundamental da moeda contemporânea, a saber, a de não ser mais, ao contrário de um débito normal, “executável em termos de alguma outra coisa que não ela mesma” (KEYNES, 1971b, p.6)⁷. Vale aqui, no entanto, o alerta do próprio KEYNES (1971b); “quando ... o que era meramente um débito se tornou a própria moeda, ele mudou seu caráter e não deveria mais ser reconhecido como um débito” (p.6). Portanto, a característica essencial da função meio de pagamento continua sendo, mesmo para tal “moeda *abstrata*”, a dissociação entre o intercâmbio e seu efetivo pagamento, justamente o que está na base das relações de débito e crédito.

De qualquer forma, um tratamento desprovido de dimensão temporal mostra-se coerente com o contexto no qual Hicks deriva as funções especificamente monetárias. No mercado de um “único ‘dia’ ” é a atuação da moeda como instrumento de medida e intercâmbio dos bens e serviços que lhe confere “qualidade monetária”, não o seu papel como unidade de conta e meio

⁷ HICKS (1978) parece corroborar esta afirmação em seu modelo de crédito puro; por exemplo quando sugere que a “promessa de pagamento [mais confiável] será na verdade inútil” (p. 79), pois nem os próprios credores terão interesse em convertê-la em outra promessa de pagamento. Com um enfoque um pouco diferente, colocando a ênfase na contraposição a uma “economia de escambo”, vale mencionar que também MOORE (1988a) atribui genericamente à moeda um caráter creditício: “em uma economia monetária ... todos os agentes que venderam bens reais ou serviços por moeda, independente de ela ser fiduciária, de crédito ou moeda-mercadoria, de fato venderam seus bens a ‘crédito’. Eles não receberam serviços ou bens reais comensuráveis em troca, mas somente um símbolo de valor intrinsecamente sem valor” (p. 294).

de liquidação de “contratos para pagamento deferido” (KEYNES, 1971b, p.3). É, portanto, lógico que Hicks só consiga incorporar alguma dimensão temporal a essas “funções monetárias específicas” ao relacioná-las às demandas precaucional e especulativa, curiosamente associadas de início exclusivamente àquela função que a moeda supostamente compartilharia com outros ativos, à sua função reserva de valor. A demanda especulativa, por exemplo, estaria baseada no fato que a moeda promete um “rendimento ... certo”, mesmo que nulo (HICKS, 1967, p.27). Exige, portanto, “alguma confiança ... mínima ... na estabilidade de preços”; ou seja, exige a manutenção ao longo do tempo de sua função medida de valor (p. 28). A demanda precaucional, por outro lado, estaria associada à possibilidade de empregar a moeda na liquidação de compromissos futuros, sem os custos de transação envolvidos em uma mudança de posição partindo de qualquer outro ativo líquido que não a própria moeda. Como meio de pagamento da economia o ativo moeda praticamente não apresenta “custos de desinvestimento”; por isto se constituiria no “ativo completamente líquido” (p. 36-37). Tanto em um caso como no outro trata-se de uma “demanda por moeda como uma reserva de valor”, da mesma forma que outros “[a]tivos líquidos ... podem servir ... como reservas de valor” (p. 36-37). A particularidade,

no entanto, é que esta função se expressa aqui naquele ativo que também é o portador das funções monetárias específicas⁸.

É certo que nos horizontalistas a discussão acerca da moeda e suas funções não alcança este detalhamento. Todavia sua recuperação minuciosa se fez necessária, uma vez que eles compartilham com Hicks a mesma diferenciação na tríade tradicional: “[q]ue condições mínimas são necessárias para assegurar um valor de troca positivo para a moeda a cada momento? A função reserva de valor é claramente necessária para que a moeda facilite a realocação intertemporal de bens. Mas muitos outros ativos também satisfazem essa função reserva de valor ... Aceitabilidade geral como meio de pagamento deve ser a chave. Se insistirmos que cada agente deve atribuir a cada momento uma probabilidade positiva a[o fato de a] moeda [vir a] ter um valor de troca positivo no próximo momento, parece necessário conferir à moeda um papel *único*, que não possa ser realizado por outros ativos” (MOORE, 1988a, p. 292-293). É uma tese sem dúvida similar à de Hicks: a moeda compartilha com outros ativos a função reserva de valor, mas exclusivamente ela atua como meio de pagamento; portanto é esta sua função específica a portadora da sua “qualidade monetária”. Da mesma forma que na discussão anterior tal hipótese desloca a questão para

⁸ Ao comentar a relação entre demanda especulativa e a função medida de valor HICKS (1967) menciona outro aspecto relevante para a discussão em curso: se não há confiança na estabilidade de preços “a moeda começ[a] a perder sua qualidade como um ativo monetário”, embora “ainda possa reter sua função como meio de pagamento” (p.28). O difícil, neste caso, é admitir que tal “meio de pagamento” possa ser a fonte de uma demanda precaucional. Provavelmente a mais específica das funções monetárias não estaria assim conferindo “qualidade monetária” ao “ativo moeda”. De fato, tal função monetária (corretamente denominada meio de troca) parece não ser a que melhor define os atributos deste ativo em uma economia empresarial.

outro aspecto do problema: em que medida ou até que ponto outros ativos podem substituir a moeda como reserva de valor?

V.3. Demanda por Moeda e Especulação

A análise horizontalista da função da moeda como reserva de valor se restringe à citação anterior. Por isto é novamente em HICKS (1967) que se pode encontrar uma resposta mais interessante para a questão formulada acima. Ele sugere estender a tríade monetária keynesiana ao conjunto dos ativos, classificando-os segundo o propósito de sua retenção: eles seriam “*Ativos Circulantes*” se estiverem sendo empregados na produção e comercialização da firma em seu nível corrente “no momento”, “*Ativos de Reserva*” quando não são empregados no momento, “mas ...retidos para emergências” futuras, e por fim “*Ativos de Investimento*” quando são “retido[s] somente por causa do lucro” que se espera renderão no futuro (HICKS, 1967, p. 38-39). No primeiro tipo de ativo estão incluídos todo o equipamento de capital efetivamente em uso, os bens em processo e a moeda retida pelo motivo transação; no segundo, aquela parte da capacidade produtiva instalada que está ociosa, as máquinas, equipamentos e bens em geral empregados na eventualidade de avaria nas linhas de operação normal ou em função de “expansões inesperadas de demanda”. É também nesta classificação que entra a demanda precaucional, viabilizando o lado monetário de tais “expansões inesperadas” ou estando, de uma forma mais geral, disponível para o uso em situações emergenciais “não especificadas” (p. 42). No último tipo

incluem-se os ativos de capital em aquisição ou implantação, assim como os títulos e a moeda retida pelo motivo especulação.

Portanto a moeda na função reserva de valor desempenharia o papel de um ativo de reserva ou então de investimento. Na primeira situação ela se distingue positivamente de outros “ativos de reserva para algum fim específico” (p. 41), por exemplo de instalações produtivas e estoques de insumos que estejam ociosos, por se tratar de um ativo de reserva de cunho geral. A característica da moeda que possibilita tal diferenciação é a sua liquidez, uma característica que “em algum grau” outros ativos financeiros também apresentam. Por isso a moeda empregada como ativo de reserva pode ser substituída por outros ativos, desde que eles sejam, “no mínimo, ... ‘mais ou menos líquido[s]’ ” (p. 41). Tal situação não se repete para os ativos de investimento. No caso destes ativos o motivo para a retenção é outro: ele “pode fornecer um rendimento totalmente satisfatório, mesmo que seja uma operação complicada dispor do mesmo” (p. 43). O relevante neste caso é o rendimento, não a liquidez.

Parece claro que a análise de Hicks transforma a dicotomia tradicional entre liquidez e rendimento em uma contraposição entre ativos de reserva de caráter geral e ativos de investimento. A liquidez dos primeiros é que lhes atribui eficácia e flexibilidade na resposta a diversas contingências e situações emergenciais. No caso dos segundos é a capacidade de atender a demandas mais específicas de cada mercado que possibilita gerar rendimentos. Por apresentar a primeira, mas não a segunda, destas características, a moeda não seria um ativo de investimento típico; é por este motivo que a demanda especulativa por moeda

deve ser entendida como um fenômeno “especial”, não como uma característica geral do sistema financeiro (HICKS, 1967, p. 49).

No que se refere aos ativos de reserva de cunho geral não há muito do que discordar nas opiniões de HICKS (1967): ativos líquidos, mesmo que menos líquidos que a moeda, podem substituí-la neste papel. Tal possibilidade de substituição é, no entanto, dependente do “estado de confiança” do público e do valor da taxa de juros sobre os ativos relativamente menos líquidos, como o próprio autor reconhece (p. 41 e p. 52). De qualquer forma algumas observações adicionais são necessárias. Em primeiro lugar, desta caracterização dos “*Ativos de Reserva*” não se deduz necessariamente, como parece pretender HICKS (1967), que a “Demanda Precaucionária por moeda ... é a demanda por liquidez”, nem que “a necessidade de liquidez é uma necessidade de meios para estar coberto contra emergências” (grifo nosso, p. 48), aparentemente considerando que o atributo de liquidez da moeda atende basicamente a este tipo de motivo para retê-la. Por outro lado, a extensão da tríade keynesiana ao conjunto dos ativos revela uma opção metodológica importante. Não se trata neste caso de negar sua legitimidade, mas de reconhecer que é uma opção por focar a questão sob outro ângulo, enfatizando delimitações e analogias distintas da proposição original. De fato, já na formulação de sua tríade Keynes restringe sua abrangência aos ativos com liquidez plena e justifica sua retenção por todos os três motivos mencionados. Ao estendê-la ao conjunto dos ativos Hicks parece ter outra intenção: demonstrar que a verdadeira motivação “voluntária” para reter moeda responde basicamente a um único propósito; os

dois outros motivos estariam mais corretamente associados a demanda por ativos que não a moeda⁹.

Como um ativo de investimento a retenção de moeda só faria sentido em condições extremas. Por exemplo, nas condições da armadilha da liquidez, renomeada por HICKS (1967) “armadilha especulativa” (p.57). Ou então, quando parcela dos agentes se tornam “absolutamente baixistas” ou exibem um grau elevado de “aversão ao risco” (p. 46). Tais condições são típicas de conjunturas depressivas, nas quais predomina uma forte expectativa de queda nos preços dos títulos; por outro lado, comportamentos quanto ao grau de aversão ao risco e às expectativas, tão extremos como os anteriores, parecem não se justificar em conjunturas normais, não chegando nestes casos a atingir parcela relevante dos agentes. Mas a transformação da demanda especulativa em um “fenômeno...especial” somente se completa com seu confinamento ao curto prazo: na medida em que “[u]m ativo de investimento ... é, em última instância, retido (mesmo pelo especulador) por seu rendimento”, “[a] ‘armadilha’ [da liquidez] dificilmente pode atuar no longo prazo da mesma forma que no curto (HICKS, 1967, p. 58).

⁹ De fato, se a opção por estender a triade keynesiana abre a HICKS (1967) a possibilidade de traçar várias analogias entre os diferentes ativos de cada subgrupo, ela se presta posteriormente à definição de ativos típicos para cada um dos motivos, condenando, deste modo, os outros ativos a um papel secundário ou insignificante no caso de cada motivo específico. É este procedimento que lhe permite restringir o *locus* da preferência pela liquidez praticamente aos mercados financeiros e excluir a especulação da “*própria* teoria da liquidez” (p. 49), pois ela não estaria entre suas características básicas, entre as “coisas mais importantes” desta teoria (p. 53).

Duas questões de ordem geral emergem deste último trecho. A primeira se refere à contraposição entre curto e longo prazos sugerida por Hicks. É óbvio que ao reter moeda o agente está optando por manter-se no curto prazo. Mas tal decisão, na medida em que representa uma opção pela posse de riqueza em uma forma alternativa à propriedade de ativos ilíquidos, refere-se à composição do *portfólio* do agente e só pode ser tomada com base em suas expectativas de longo prazo. Neste caso, a distinção curto/longo prazos não deve se esgotar na diferenciação do horizonte efetivo de tempo que estaria envolvido na decisão, mas deve sim se reportar ao objeto da mesma. Decisões quanto à forma na qual aplicar e manter a riqueza estão associadas a uma avaliação do longo prazo; já as decisões acerca da ocupação do capital aplicado são tomadas pelo agente com base nas expectativas de curto prazo. Tal distinção faz todo sentido no caso dos ativos de capital, permitindo diferenciar as decisões de investir e produzir. Mas também parece extensível aos ativos “plenamente líquidos”, possibilitando neste caso separar a parcela responsável pelas transações correntes daquela empregada como uma forma líquida de manter a riqueza no tempo. Quando se entende desta forma a relação curto/longo prazos, não faz sentido restringir ao curto prazo o alcance da armadilha da liquidez. O relevante neste caso não é tanto a extensão efetiva de tempo na qual os agentes optam por reter ativos líquidos, mas sim o fato que esta opção faz parte do mesmo conjunto de decisões de adquirir ou não determinado ativo ilíquido.

Por outro lado, é da natureza dos ativos líquidos -sendo justamente este o seu principal retorno - permitir a mudança de posição em períodos de tempo

relativamente curtos¹⁰. Neste aspecto não é decisiva a diferenciação entre a moeda que “não rende[ria] juros” e aqueles ativos “mais ou menos líquidos” que também são realizáveis “a curto prazo sem perda”. Por este motivo não parece coerente atribuir ao segundo tipo de ativo o papel de ativo de investimento negado ao primeiro. De toda forma isto é ao menos revelador de outro aspecto importante da análise de Hicks. Ao insistir na moeda em Keynes como um ativo que não tem rendimento, parece ficar mais plausível argumentar contra a possibilidade de reter balanços “ociosos por períodos consideráveis”. Mesmo o especulador, aquele que demanda moeda especulativamente, optaria neste caso por ativos que rendam. Observe que embora a melhor organização dos mercados financeiros, com seu efeito redutor sobre “os custos de investimento e desinvestimento”, tenha aumentado a liquidez dos ativos financeiros, ampliando o espaço para a atividade especulativa e a própria “importância do motivo especulação” (p.47), ainda assim sua ação ficaria restrita ao curto prazo.

A relação que Hicks estabelece entre a demanda especulativa por moeda e a especulação nos mercados financeiros requer uma análise mais cuidadosa. De início vale mencionar que seus comentários se assemelham às opiniões que

¹⁰ Por isto mesmo é provável que o tempo de retenção médio destes ativos seja menor que o seu congênere produtivo, dos ativos de capital. No entanto a definição de um padrão de referência mais específico para delimitar o que é curto e longo prazos faz pouco sentido, até porque mesmo no caso dos ativos de capital ele irá variar pelo menos segundo as especificações técnicas do processo. De resto vale lembrar a advertência de KEYNES (1987), em correspondência a Ohlin, enfatizando as dificuldades de “estabelecer qualquer unidade de tempo definida”: os processos “são todos de diferentes comprimentos e se sobrepõem um ao outro” (p. 184-185), tornando arbitrário e artificial o esforço por defini-lo precisamente.

KEYNES (1985) expressa sobre o mercado de capitais, destacando o papel dos custos de transação na liquidez dos ativos e as semelhanças entre este tipo de mercado e um cassino (vide p. 116). Sua principal característica, no entanto, é valorizar uma versão algo caricata de teoria de Keynes, como se esta última visão sobre especulação fosse a característica essencial da demanda especulativa por moeda¹¹. De fato Hicks enfatiza a demanda especulativa em conexão com a possibilidade de mudanças de posição nos mercados financeiros, mudanças nas quais a moeda entraria justamente como o intermediário. Nesta situação a redução dos custos de transação aumentaria a liquidez dos ativos financeiros, estimulando tanto as mudanças de posição como também uma maior retenção dos ativos “mais ou menos líquidos” que fornecem rendimentos, em detrimento da retenção de moeda. Mas há outra noção de especulação na teoria de Keynes, esta sim que parece desempenhar o papel central na sua formulação da demanda especulativa e da qual a especulação nos mercados financeiros é somente uma versão hipertrofiada. KEYNES (1971a) já a introduz no *Tract on Monetary Reform*: “a técnica de produção sob regime de contrato em dinheiro força o mundo empresarial a assumir *sempre* uma grande posição especulativa” (grifo nosso, p. 33). A fonte desta posição especulativa não é outra senão a incerteza: se ela afeta a estimativa de rentabilidade de qualquer ativo, o faz de forma particularmente determinante no caso dos ativos de capital, justamente por sua baixa liquidez.

¹¹ MOORE (1988a) se vale das críticas de Robertson à concepção de preferência pela liquidez para enfatizar uma visão da especulação que também contrapõe curto e longo prazos: “teorias monetárias de juros parecem levantar questões de especulação e bolhas de curto prazo, ignorando as forças reais subjacentes da produtividade e frugalidade” (p. 236).

É certo que em sua análise do mercado de capitais o próprio KEYNES (1985) procurou traçar uma fronteira mais nítida entre “*especulação*” e “*empreendimento*”¹², fornecendo deste modo pontos de apoio para conclusões similares às de Hicks. A partir dos conceitos gerais desta teoria pode-se, no entanto, argumentar que a atividade especulativa *stricto sensu* nada mais é que a hipertrofia de um comportamento inerente à “técnica de produção sob regime de contrato em dinheiro”. De fato a decisão de adquirir um ativo de capital requer a formulação de um conjunto de hipóteses sobre seu rendimento provável ao longo do tempo; hipóteses baseadas tanto em estimativas de variáveis associadas à esfera microeconômica (condições de concorrência, alterações tecnológicas, expansão do mercado específico, etc.), como de outras de caráter monetário - financeiro (condições de financiamento e de repactuação das dívidas, evolução da taxa de juros, etc.), de forma que o agente deve necessariamente “apostar” em um cenário mais provável, que balize sua decisão. Dada a sua característica de um ativo de longo prazo de maturação, que não dispõe de um mercado secundário organizado, a decisão de adquiri-lo deve ser vista como uma decisão crucial no sentido de Shackle, com baixíssima reversibilidade após sua concretização. É este o sentido de classificá-la como a opção por “uma grande posição especulativa”: uma vez efetivada, são muito escassas as possibilidades de revertê-la e o agente passa a estar preso à sua “aposta”. Por mais que suas decisões estejam baseadas em estimativas criteriosas, se a incerteza for de fato uma categoria central em uma economia monetária, o empreendedor necessariamente atua como especulador neste sentido mais geral.

¹² O primeiro tipo de “atividade ... consiste em prever a psicologia do mercado” com o objetivo de se antecipar à tendência prevista, enquanto o segundo tipo “consiste em prever a renda provável dos bens durante toda a sua existência” (p. 115).

Por outro lado, a existência dos “mercados de investimentos ‘líquidos’” (KEYNES, 1985, p. 116), nos quais se negociam títulos de propriedade, e dos mercados para negociar certificados de dívida, viabilizou outras formas de retenção da riqueza, alternativas àquelas situadas nos extremos do espectro de liquidez. Torna-se assim possível realizar “apostas” a partir das quais uma eventual mudança de posição envolve custos menores e/ou pode ser realizada em períodos relativamente mais curtos. Neste caso aumentam as possibilidades para a especulação no sentido de uma busca mais frenética por mudar de posição, mas isto ocorre justamente porque as posições tomadas pelos agentes são como regra mais líquidas do que reter ativos de capital e, portanto, menos especulativas no outro sentido.

Desse ponto de vista a demanda especulativa por moeda é simplesmente a outra face da “grande posição especulativa” envolvida na aquisição dos ativos de capital. De fato ela é uma demanda por aquilo que estes ativos, e mesmo os outros ativos em geral, não podem oferecer: a liquidez plena. A existência de formas intermediárias, “mais ou menos líquidas”, de possuir riqueza, não apaga tal dicotomia básica, nuclear, de uma economia monetária. Por outro lado, ao compatibilizar em maior grau liquidez e rendimento, tais formas intermediárias revelam o que já estava implícito nesta dicotomia: a manutenção e valorização da riqueza sob condições de incerteza torna a liquidez uma parte integrante da rentabilidade dos ativos. Mas, atribuir à liquidez um *status* similar ao do rendimento líquido efetivo de um ativo *não é uma questão trivial*. HICKS (1967), por exemplo, parte da hipótese geral que todos os “ativos são retidos pelo propósito de obter lucros” (p. 38), para então subdividi-los de tal forma que

somente os ativos de investimento geram de fato rendimentos, enquanto os ativos plenamente líquidos têm seu papel restrito ao de “uma reserva contra emergências” (p. 39). A diferença com Keynes não parece ser somente uma questão de ênfase; de fato, no caso deste último a opção por tornar a liquidez uma espécie de rendimento implícito é bastante categórica. Na *Teoria Geral* tal opção já se insinua quando a moeda é tratada como um ativo; mas ela se explicita completamente na formulação do conceito de taxa própria de juros. Embutidas neste conceito estão duas contribuições básicas para estimar a rentabilidade de um ativo, para mensurar o lucro que ele gera; a saber, sua liquidez e seu rendimento líquido, indicando portanto que tais atributos encontram-se pelo menos no mesmo patamar de importância.

KEYNES (1985) fornece ainda outras evidências no mesmo sentido. Nega, por exemplo, a existência de “uma linha definida” que separa “as taxas de retorno” dos investimentos das “taxas de juros ‘puras’”. Sua conclusão a respeito é que todas as taxas representam “a recompensa da aceitação de um risco ou incerteza de qualquer natureza” (p. 130-131), mas sempre decorrente do afastamento da liquidez. O que há de específico nas “taxas de juros ‘puras’” é que elas refletem de forma mais direta este receio dos agentes se afastarem da liquidez. Como resultado do grau de organização dos mercados financeiros, da existência de um sistema de garantia dos contratos e da maior homogeneidade dos ativos aí negociados (no caso certificados de dívida), sua posse não envolve os “riscos ou incertezas” adicionais que são inerentes à aquisição de ativos de capital. Por este motivo KEYNES (1987) opta por definir a taxa de juros como uma medida da “eficiência marginal da moeda” (p. 101), enfatizando justamente

que para uma dada política da AM ela representa a melhor indicação do peso que os agentes atribuem ao retorno implícito deste ativo, à liquidez.

E por mais que outros ativos possam em certo grau apresentar tal atributo, o fato é que a moeda se constitui na *única* reserva de valor plenamente líquida. A questão relevante neste caso não é sua retenção efetiva pelos motivos precaução e/ou especulação, mas simplesmente a existência desta demanda e o impacto que provoca sobre o nível da taxa de juros. Se ela se traduz ou não “em detenção efetiva da moeda”, irá depender “dos termos em que a autoridade monetária se acha disposta a criar recursos líquidos” (KEYNES, 1985, p. 145). Ademais a sua própria intensidade é função das expectativas dos agentes. Assim, a forma e a intensidade nas quais esta demanda se manifesta podem se alterar tanto em decorrência de aspectos conjunturais que modifiquem as expectativas, como dos elementos institucionais e de política econômica que afetam as possibilidades de criar moeda. Observe que admitir a variabilidade desta demanda não implica qualquer questionamento à noção que o desejo de reter moeda como reserva de valor é um determinante básico do desempenho econômico no longo prazo. Na verdade admiti-la significa simplesmente reconhecer que a incerteza, enquanto característica geral de uma economia monetária, se expressa também por meio de expectativas que se alteram ao longo do tempo.

Deste ponto de vista não é correta a ênfase que HICKS (1967) coloca em uma versão da demanda especulativa como “detenção efetiva” de um ativo “que não rende juros”. Mas de qualquer forma ela parece inteligível à luz das conclusões que o autor pretende fundamentar: como na sua formulação a

retenção de moeda (ou o desejo de retê-la) com fins especulativos só se justifica em conjunturas muito particulares e ainda assim exclusivamente no curto prazo, a razão para a rigidez à baixa da taxa de juros não poderia ser encontrada na noção de preferência pela liquidez. Na verdade sua origem estaria nos custos de intermediação, sugere HICKS (1967), indicando a possibilidade de reduzi-los por meio do aumento na “eficiência da organização financeira” (p. 58-59)¹³.

Por motivos diferentes V. CHICK (1983) também levanta um conjunto interessante de objeções às justificativas de Keynes para a rigidez à baixa da taxa de juros. Partindo do conceito de taxa própria de juros expressa em termos monetários, ela conclui que os termos de liquidez e de custos de manutenção e os de liquidez e de apreciação (ou depreciação) não seriam independentes entre si; por este motivo outros ativos poderiam substituir a moeda como “o ativo cujo rendimento cai menos rapidamente” (p. 305). Acrescenta ainda que “a abordagem de ‘*portfólio*’ adotada por Keynes no capítulo 17 ...impõe um período de tempo único para as decisões de reter ativos”, o que tornaria “a análise da moeda em [tempos de] inflação extremamente confusa” (p. 309). De fato, a inflação afetaria a liquidez da moeda e a extensão de tempo na qual ela conservaria este atributo de uma forma não devidamente considerada por Keynes: por exemplo, mesmo que neste caso ela perca “parte de sua atração como um ativo líquido para reter por um longo período de tempo”, “*algum*

¹³ Vale mencionar que a argumentação aqui é muito similar à desenvolvida posteriormente por MOORE (1988a). Considere, por exemplo, o trecho a seguir de HICKS (1967): “[é] neste sentido [das margens cobradas na intermediação financeira] que pode existir, mesmo no equilíbrio de longo prazo, ‘um piso para a taxa de juros’ (a taxa de juros efetiva)” (p. 58). Em relação à posição de Moore vide o item III.5. Taxas de Juros (de longo prazo), Expectativas e Horizontalismo, em especial as páginas 106 a 110 desta tese.

prêmio de liquidez [continuará] atado à moeda, pois ela [continuará] ... líquida nas transações do dia-a-dia” (p.310)¹⁴. A relação entre liquidez e custos de manutenção [ou de transação] já foi, em algum grau, analisada em nossa discussão anterior, mas a questão geral levantada por V. Chick acerca da relação entre liquidez e inflação não foi abordada até o momento. É esta a questão que será analisada a seguir, mas agora à luz do que Keynes denominou “as propriedades essenciais da moeda”.

V.4. As Propriedades Essenciais da Moeda.

KEYNES (1985) adota tal terminologia no capítulo 17 da *Teoria Geral* com o objetivo específico de delimitar as peculiaridades da moeda em relação ao conjunto dos outros ativos. Ele inicia este capítulo recuperando uma noção extremamente simples de taxa de juros, já sugerida no capítulo 14 (p. 122) da mesma obra: a taxa de juros nada mais seria “que a percentagem de excedente de uma soma de dinheiro contratada para entrega futura, por exemplo, a um ano de prazo, sobre o que podemos chamar o preço ‘spot’ ou à vista da dita soma contratada para entrega futura” (p. 157)¹⁵. A mesma noção é então estendida ao

¹⁴ Em texto posterior V. CHICK (1987) retoma esta linha de argumentação, concluindo que a teoria de Keynes, na sua forma original, não admitiria a inflação, e que esta última teria “romp[ido] o piso [das taxas de juros,] estabelecido pela existência da moeda” (p.9).

¹⁵ KEYNES (1987) reafirma esta posição no artigo *The Theory of the Rate of Interest*, publicado posteriormente à *Teoria Geral*: “[o]s juros sobre a moeda *significam* precisamente aquilo que os livros de aritmética dizem”, “simplesmente o prêmio que pode ser obtido sobre a moeda à vista pela moeda a termo” (p. 101). Segundo KREGEL (1982, 1985b), tal abordagem é muito similar à teoria da paridade das taxas de câmbio, formulada pelo autor ainda no *Tract on Monetary Reform*.

conjunto de bens que os agentes podem reter ao longo do tempo. Mas, na verdade, como o próprio KEYNES (1987) procura definir de forma mais precisa posteriormente, ela deve ser estendida exclusivamente àqueles bens que podem ser considerados “mercadorias de investimento”, i.e. mercadorias em relação às quais se retém “estoques ... em excesso ao consumo corrente”. Somente neste caso há uma “relação definida entre seus preços à vista e futuro, por um lado, e sua taxa própria de juros, por outro” (p. 76)¹⁶. De qualquer modo, mesmo esta definição requer alguns complementos. De fato, na sua forma inicial ela parece mais adequada aos ativos para os quais se dispõe de um mercado à vista bem organizado. Neste caso é basicamente através do ajuste de preços que os mercados reagem a variações da demanda por tal tipo de ativo, de forma que o preço à vista irá se estabelecer no valor necessário para alocar todo o estoque pré-existente do ativo e tornar sua retenção atrativa em face do preço a termo esperado. Este é o caso dos “fatores puramente de renda”, como os títulos em geral, mas também de alguns ativos de capital circulante, como certos bens intermediários e matérias primas, que apresentam um nível de padronização

¹⁶ Os trechos acima, extraídos de correspondência de Keynes a Hicks, sugerem uma distinção entre as mercadorias em geral e aquelas que desempenham o papel de ativos. Nem todas seriam “mercadorias de investimento”, cuja taxa própria de juros (prospectiva) justifique a manutenção de “estoques em excesso”. Vale mencionar que esta é uma perspectiva um tanto diferente daquela proposta por HICKS (1967), pelo menos quando este sugere estender sua classificação dos ativos às atividades da vida privada, neste caso com os “ativos circulantes” sendo, por exemplo, “as xícaras e os pires ... usados todos os dias para o café da manhã e os ativos de reserva ... as xícaras e os pires sobressalentes que podem ser colocados em uso no caso de quebras” ou de outras eventualidades (p. 39).

suficientemente elevado para possibilitar o estabelecimento de um “mercado à vista bem desenvolvido”¹⁷.

Com certeza este não é o caso dos ativos de capital fixo, que raramente dispõem de um mercado secundário com algum grau de organização, se por acaso dispuserem de algum¹⁸. Em tal situação não existe um preço à vista “realmente observável” do ativo no mercado; mas é possível trabalhar com um “conceito nocional” de preço à vista dos ativos de capital fixo; a saber, seu preço de demanda calculado como o valor presente das receitas líquidas que se espera obter pela comercialização de sua produção, descontadas por uma taxa que reflete o custo de financiamento mais um prêmio dependente do grau de confiança do agente nas suas estimativas de receitas. Tal preço à vista poderá, portanto, alterar-se seja por mudanças nas expectativas de receitas futuras, seja por modificações na taxa de desconto; estas, por sua vez, espelharão alterações na taxa de juros ou então no grau de confiança dos agentes em suas estimativas.

¹⁷ É natural neste tipo de mercado que o ajuste de preços seja acompanhado pela alteração dos estoques do ativo retidos pelos diversos agentes. Mas como observa KEYNES (1985) no caso específico do mercado monetário, “o fenômeno essencial” é “a mudança da taxa de juros”, “não a redistribuição dos recursos líquidos” (p. 141). No caso geral isto corresponderia à mudança de preço do ativo e seu impacto sobre a taxa própria de juros expressa no padrão monetário, por um lado, e à “redistribuição” dos estoques retidos, por outro.

¹⁸ A análise anterior se baseia em DAVIDSON (1972), em especial na sua discussão acerca dos mercados à vista e a termo (cap. 4, p. 59-110). O autor especifica neste capítulo os requisitos que uma mercadoria deve satisfazer para tornar possível a existência de tais mercados, de forma contínua e com um bom nível de desenvolvimento (p. 87). Da mesma forma analisa certas características dos ativos de capital fixo, tais como seu baixo grau de padronização e a “falta de uniformidade mesmo entre unidades de uma dada safra [*vintage*]” (p. 93), que impedem a organização de mercados à vista ou secundários para estes ativos. Observa, no entanto, que em “períodos anormais”, de crise falimentar, tais mercados podem “se tornar ativos” (p. 94, nota 2; p. 110, nota 3).

De todo modo, na medida que de fato não existem mercados à vista para tais ativos, as modificações de seu preço não podem provocar transações efetivas, nem conduzir à redistribuição do estoque acumulado. Seu novo preço indica simplesmente o grau de escassez ou de redundância que os agentes atribuem ao estoque existente e sua disponibilidade de adquirir ou não novos estoques do mesmo ativo. De fato, diante de um preço de oferta inalterado, o preço à vista nocional do ativo de capital fixo constitui-se no melhor indicativo para o agente, da conveniência ou não de investir acima do necessário à reposição do estoque que será depreciado, ou até mesmo de desinvestir. Deste modo, ao contrário da situação anterior, na qual o ajuste dos preços à vista “realmente observáveis” no mercado representava “o fenômeno essencial”, no caso dos ativos de capital fixo, a variação de tais preços, por ser nocional, só pode expressar-se através da indução ou não da acumulação de novos estoques. De qualquer forma, com a especificação complementar deste preço nocional se retém, também no caso dos ativos de capital fixo, a noção básica de uma “relação definida entre seus preços à vista e a termo ... e sua taxa própria de juros”¹⁹.

Admitida a possibilidade de estender tal abordagem ao conjunto dos ativos, KEYNES (1985) procura então analisar a questão dos determinantes de sua rentabilidade esperada. Em relação a este aspecto ele retoma uma noção também sugerida em outros capítulos da *Teoria Geral* e normalmente

¹⁹ “[C]omo uma primeira aproximação segura ... [o] preço de demanda dos bens de capital fixo pode ... ser associado exclusivamente à soma de valores descontados de $(q-c)$ ”; “alterações nos preços de demanda e de oferta [dos bens de capital] irão ... provocar mudanças no retorno esperado na margem, o qual é conhecido como eficiência marginal do investimento” (DAVIDSON, 1972, p. 69-71).

denominada de princípio da escassez²⁰. A noção básica neste caso é que as receitas esperadas pela posse de um ativo qualquer dependem diretamente de sua relativa escassez em face das demandas futuras para o mercado em questão. Tendo como pano de fundo sua preocupação com o nível de emprego e com a ampliação do estoque de capital, é natural que Keynes tenha formulado esta questão voltada principalmente para os ativos de capital fixo²¹, embora mesmo neste caso seus comentários sejam excessivamente sucintos e esparsos. De todo modo, segundo sua análise, se o agente projetar uma expansão do investimento (incluído aí o conjunto de concorrentes que participam no mesmo mercado e os potenciais novos ingressantes) em ritmo mais acelerado que a expansão estimada da demanda no mercado, a rentabilidade esperada dos novos estoques de ativos a serem adquiridos diminuirá simplesmente porque a redução relativa da demanda face à oferta projetada se expressará em uma demanda menor ou então em preços menores por aquilo que o ativo produz ou ainda em uma combinação de ambos, gerando assim receitas líquidas também potencialmente menores. Está claro que o ativo não se tornará por isso “menos produtivo - pelo menos no sentido físico” (KEYNES, 1985, p.151). A questão é que, face às restrições do mercado e à redução de sua escassez, ele se torna tão somente menos capaz de

²⁰ Vide a respeito as páginas 151, 155, 160 e 255.

²¹ Não há, no entanto, motivo para não estendê-la a outros ativos, por exemplo àqueles que dispõem de mercados secundários organizados. A diferença neste caso é que modificações mais generalizadas nas expectativas quanto à sua escassez ou redundância devem se refletir principalmente nos preços efetivamente observados nos mercados à vista e nos contratos a termo, de forma que a relação entre ambos passe a expressar a nova rentabilidade esperada. Por outro lado, no caso dos ativos de capital fixo, vale repetir que tais modificações, ainda que captadas através do preço à vista notional, se expressam basicamente por meio de alterações no ritmo de encomendas de novos ativos, podendo, posteriormente e através destas alterações, influenciar o preço de oferta dos mesmos.

gerar quase-rendas. Deste modo os ativos de capital fixo teriam, segundo Keynes, uma rentabilidade esperada muito sensível à ampliação pretendida de seu estoque acumulado, bastando para isso que a tal ampliação corresponda uma redução estimada de sua escassez relativa.

Este comportamento, no entanto, não seria extensível a todos os bens, em especial ao ativo monetário. É com o intuito de justificar tal diferença que KEYNES (1985) introduz as famosas propriedades essenciais da moeda. Em primeiro lugar este ativo apresentaria “uma elasticidade de produção ... muito pequena” (p.161), o que indicaria que o setor privado não pode ampliar seus estoques de moeda livremente. De alguma forma haveria restrições à ampliação destes estoques; mas ainda que tais barreiras fossem diminuídas, os baixos custos de manutenção de estoques mais elevados de moeda fazem com que o “rendimento que ... [ela] proporciona, em razão de sua liquidez”, “permaneça insensível, particularmente abaixo de certo nível, a um aumento mesmo substancial ...[em sua] quantidade ... proporcionalmente às outras formas de riqueza” (p. 163). Por outro lado, sua “elasticidade de substituição” também seria baixa, indicando que outros “fatores puramente de renda”, cujas elasticidades de produção também seriam baixas, não poderiam substituí-la em suas funções.

Há diversos questionamentos a esta abordagem sugerida por Keynes. Começamos por seu postulado de baixa elasticidade de substituição. Procurando demonstrar que esta idéia “é ... problemática”, MONGIOVI (1990) observa que “existe um grande número de ativos altamente líquidos que são capazes de

deslocar parcialmente a moeda nos *portfolios* dos agentes”. Além disso, complementa o autor, a própria “teoria dos juros de Keynes requer que os agentes substituam títulos por moeda (ou *vice-versa*) em resposta a mudanças nos preços dos títulos”. Por fim, aparentemente a título de conclusão, acrescenta: “se é para a função demanda por moeda ter qualquer elasticidade com relação à taxa de juros, deve existir substituíbilidade entre ela e os outros ativos” (p. 153-154).

Os últimos trechos desta crítica denotam com clareza a confusão que cerca o assunto. É óbvio que a análise de Keynes não exclui que a moeda retida como ativo, i.e. a moeda mantida por motivos precaução e especulação, possa ser deslocada no *portfolio* dos agentes dos ativos, sejam eles títulos ou mesmo ativos de capital fixo. Ao sugerir, no capítulo 17, uma incipiente teoria do *portfolio*, Keynes obviamente parte da premissa que as formas alternativas de conservar a riqueza no tempo, representadas pelos diversos tipos de ativos, são todas *ex-ante* intercambiáveis. Seu intuito, afinal, era justamente esclarecer os determinantes da rentabilidade esperada destas diferentes formas de riqueza para analisar como o *portfolio* dos agentes se compõe e como induzi-los a uma composição que valorize formas menos líquidas e socialmente mais justas de retê-la, por que geram emprego e renda. O postulado da baixa elasticidade de substituição não pretende, portanto, negar que a moeda-ativo possa ser “substituída” na composição dos *portfolios* por outros ativos. Ele simplesmente traduz, do ponto de vista formal, o fato de o rendimento de liquidez da moeda não ser facilmente fornecido por outros ativos, inclusive por aqueles que Keynes

denomina “fatores puramente de renda” e com os quais quis traçar uma fronteira ao elaborar tal postulado.

Vale mencionar que em relação aos ativos de capital fixo e aos bens de consumo duráveis a formulação de tal postulado sequer é necessária, pois está suficientemente explícito na análise de KEYNES (1985) “que seu prêmio de liquidez é, provavelmente, desprezível” (p. 159). Por sinal, é justamente este um dos pontos que distingue as abordagens de Keynes e de M. Friedman. Como enfatiza DAVIDSON (1972), “[a] ausência de mercados à vista para tais bens duráveis reprodutíveis ... [torna] economicamente irracional para os proprietários de riqueza, em um mundo de incerteza”, retê-los como se fossem “muito bons substitutos da moeda enquanto reserva de valor” (p. 93-94, nota 1). Mesmo “um estoque de bens líquidos” (p. 159), na terminologia empregada por KEYNES (1985)²², não seria um bom substituto para a moeda, pois tem custos de manutenção elevados e uma liquidez comparativamente baixa²³.

Portanto, o que há de mais relevante nas objeções de Mongiovi diz respeito à existência de “ativos altamente líquidos” com potencial de deslocar a moeda retida pelos motivos precaução e especulação. Vale mencionar que a questão aqui não é a possibilidade de a moeda ser deslocada por “títulos” ou ativos líquidos como consequência das “mudanças nos [seus] preços”. Como tais mudanças correspondem justamente às modificações nas taxas de juros, elas

²² O que provavelmente corresponde a um estoque de ativos de capital circulante, com certo grau de padronização e para os quais existem mercados à vista e a termo organizados.

²³ De todo modo, ele faz a importante ressalva que este prêmio pode “tornar-se apreciável em circunstâncias especiais” (p. 159).

somente indicam que a substituição ou deslocamento da moeda tem um preço a ser pago. Se isto é verdade, sua justificativa deve ser encontrada na característica específica da moeda de fornecer o máximo retorno de liquidez, um retorno que não pode ser fornecido na mesma extensão por qualquer outro ativo, exatamente o que o postulado da baixa elasticidade de substituição procura retratar.

Neste caso, para um julgamento mais definitivo acerca de sua validade no capitalismo contemporâneo, torna-se necessário analisar até que ponto existem outros ativos capazes de fornecer o mesmo retorno de liquidez, ou pelo menos um retorno muito próximo daquele prometido pelo ativo monetário. Na análise desta questão dois aspectos devem ser considerados. O primeiro, de ordem mais conjuntural, refere-se à avaliação que o mercado faz da liquidez dos ativos nos diversos momentos da atividade econômica. É fato que, nos períodos de crescimento acelerado e de expectativas muito otimistas, os agentes tendem a atribuir menor importância ao retorno de liquidez da moeda e a subestimar os riscos de iliquidez derivados da posse de outros ativos. Com isto acaba diminuindo o *gap* estimado de liquidez que separa tais ativos da moeda, especialmente no caso daqueles ativos com um prêmio de liquidez que já é tradicionalmente elevado. Tal comportamento é uma decorrência da própria expansão dos mercados de ativos e da circulação financeira que normalmente acompanha os períodos de crescimento acelerado da atividade econômica.

O segundo aspecto, de caráter institucional, diz respeito à relação entre o grau de organização destes mercados e a liquidez dos ativos aí negociados. Tendo como base a premissa que um ativo, para ter liquidez e ser retido como

reserva de valor, precisa dispor de “um mercado à vista contínuo e bem organizado” (p. 63), que justifique a expectativa de revendê-lo sem perda em data futura não especificada, DAVIDSON (1972) enumera as condições necessárias à existência de tais mercados, assim como aquelas mais relevantes na definição de seu grau de organização. Entre as últimas merece destaque a exigência de “uma instituição que ‘faça’ o mercado por meio de sua atuação como *comprador ou vendedor* residual quando necessário” (p. 87). Sua presença e atuação tendem a disciplinar o mercado e a amortecer as oscilações dos preços à vista do ativo no futuro, ‘reduz[indo] significativamente, sem [no entanto] eliminar o risco de iliquidez, na medida que seu preço à vista ainda pode variar’. Por outro lado, “[s]e ... a instituição financeira fixa o preço à vista e se espera que ela o mantenha, sempre e sem hesitação, no seu valor corrente, então a incerteza é adicionalmente reduzida e a liquidez do ativo aumentada” ainda mais. “[M]esmo neste caso, no entanto, há um resíduo de incerteza remanescente, na medida que permanece alguma dúvida sobre a capacidade desta instituição que ‘faz’ o mercado à vista manter a fixação [do preço] em todas as contingências possíveis a todas as possíveis datas futuras” (DAVIDSON, p.63).

É claro que no caso do ativo que é capaz de desempenhar simultaneamente as funções de meio de troca e de reserva de valor, a transformação de uma função em outra não envolve qualquer custo. Seu preço - em termos de si mesmo como meio de troca e unidade de conta - é fixo por definição, o que lhe confere o prêmio máximo de liquidez. De forma análoga, a avaliação da liquidez de outros ativos depende de sua maior ou menor capacidade de ser a qualquer momento convertido em moeda sem incorrer em perda (HICKS, 1987, p.37). Neste caso

todo ativo que possa ser convertido na moeda de curso forçado sempre a uma paridade fixa deve ser considerado completamente líquido (DAVIDSON, 1992) e incluído entre os ativos que atuam como moeda. Mas a única instituição que tem possibilidade de garantir tal paridade é justamente aquela que emite a moeda de curso forçado. A exigência legal que os ativos monetários e financeiros [as “promessas de pagamento”] estejam referidos à moeda de curso forçado como unidade de conta e como instrumento de liquidação futura dos débitos e direitos que certificam, garante que em geral esta última “promessa de pagamento” seja conversível em todas as outras e reconhecida como a “mais confiável” entre elas (HICKS, 1978, p. 78-79). No entanto, como já mencionado anteriormente, não há nisto qualquer implicação quanto à conversibilidade no sentido contrário²⁴. Mas é tão somente esta garantia de conversibilidade das outras promessas na mais confiável - e acrescente-se, a uma paridade fixa - , que é capaz de eliminar as diferenças nos seus “graus de confiabilidade” e assim atribuir àqueles ativos liquidez comparável à da moeda²⁵. Na extensão necessária tal garantia só pode ser fornecida pela própria instituição emitente da promessa de pagamento “mais confiável”, já que em relação a outras instituições sempre irá pairar alguma

²⁴ Vide ainda a respeito o item IV.2 do presente trabalho.

²⁵ Embora em qualquer um dos casos moeda e outros ativos (“promessas de pagamento”) estejam sendo intercambiados, a insistência nesta diferenciação dos sentidos da conversibilidade expressa simplesmente a diferença de *status* entre o “equivalente geral” e qualquer bem específico, mesmo que este seja um ativo financeiro de elevada liquidez. Menosprezar tal diferença (por exemplo, “[e]m uma economia monetária moeda compra bens ou - o que é a mesma coisa - bens comprou moeda”, MOORE, 1989b, p. 482, grifo nosso) pode dar a falsa impressão de igualdade dos atributos mercantis dos dois tipos de bens que são intercambiados, esquecendo advertências antigas quanto ao “salto mortal da mercadoria” ou à distinção entre o “equivalente geral” e um “equivalente particular” (MARX, 1984), válidas ainda que este último equivalente ou aquela “mercadoria” sejam um ativo financeiro de alta liquidez.

dúvida sobre sua capacidade de manter a paridade “em todas as contingências futuras”. Por isso uma instituição financeira pode contribuir para ampliar a liquidez de um ativo qualquer, caso se disponha a amortecer as oscilações de seu preço no mercado, mas exclusivamente a AM pode torná-lo “totalmente líquido”.

V.5. Moeda e Inflação

Admita-se que esta seja a opção da AM em relação a um amplo espectro de ativos financeiros de emissão privada²⁶. Quais seriam as conseqüências de sua opção? A primeira, e óbvia, é que isto romperia a barreira imposta pela baixa elasticidade de substituição: tais ativos se tornariam substitutos praticamente perfeitos da moeda, mas com a característica específica de serem emitidos privadamente. Se esta garantia é realmente ampla e sem restrições, fica claro que o poder de emissão monetária passa a ser compartilhado de forma bastante significativa por instituições privadas. E quanto maior esta garantia, tanto maior será a possibilidade de estas instituições ampliarem, a seu livre arbítrio, a emissão de ativos que atuam como substitutos perfeitos da moeda. A segunda conseqüência, portanto, é que a baixa elasticidade de produção da moeda também não seria mais necessariamente observada, pelo menos no que diz respeito ao “poder da empresa privada como coisa distinta da autoridade monetária” (KEYNES, 1985, p.161).

²⁶ A situação imaginada aqui é similar à sugerida por TOBIN (1986) quando discute a noção de “moeda privada”. Segundo o autor “se o governo santificar as emissões de um banco em particular, ou de uma firma privada ou [ainda] de um indivíduo, concordando em aceitá-las no pagamento de impostos e garantindo-lhes o *status* de moeda de curso forçado [*legal tender*], estas emissões [tornar-se-iam] ... moeda corrente [*currency*]” (p. 33).

Deste modo os dois postulados parecem ter sua validade questionada simultaneamente. E de fato a motivação lógica que está por trás de sua formulação - a saber, a diferenciação em primeira instância dos ativos reprodutíveis e não-reprodutíveis, para depois, no interior deste último subconjunto, distinguir a moeda dos outros “fatores puramente de renda” - é posta em xeque pela generalização do poder privado de criar moeda. Tais “fatores” apresentam como regra uma rentabilidade que combina os termos de liquidez e de apreciação (ganhos de capital), ou então aquele primeiro termo e o termo de rendimento. Em geral o seu valor e a sua rentabilidade estão inversamente relacionados, de forma que o aumento do primeiro tende a induzir sua substituição por outros ativos, pois a queda de sua taxa de retorno pode não compensar a menor liquidez que possuem em comparação com a moeda. O mesmo, no entanto, não acontece no caso da moeda: como esta tem uma “utilidade derivada apenas de seu valor de troca”, seu retorno, fornecido basicamente pela liquidez, torna-se mais valorizado justamente quando seu valor de troca aumenta, não ocorrendo deste modo “tendência para substituí-la por qualquer outro fator” (KEYNES, 1985, p. 162). Por outro lado, a oscilação para baixo dos preços dos demais “fatores de renda”, embora possa concorrer para elevar sua rentabilidade futura, explícita de forma ainda mais contundente que tais ativos possuem liquidez menor que a moeda, portanto têm uma capacidade limitada de substituí-la na qualidade de ativo plenamente líquido.

Evitar este tipo de comportamento requer que a AM se disponha a elevar a liquidez daqueles ativos ao nível da liquidez da moeda, basicamente garantindo a

rigidez à baixa de seus preços no mercado à vista. Se, além disto, tais ativos conservam como parte de sua rentabilidade o termo de apreciação (ou de rendimento), com um valor esperado positivo, é óbvio que seu preço à vista deve subir ao longo do tempo. De fato, como o preço à vista corrente e o preço a termo estão relacionados através da rentabilidade esperada, a combinação da rigidez à baixa do primeiro com uma expectativa de retorno positivo só pode resultar em preços no mercado futuro em permanente elevação, indicando que todos os agentes tornaram-se altistas. Considerando que tal consenso tenha se estabelecido entre os agentes e que "o preço a termo ... normalmente é a melhor estimativa do preço à vista em data futura" (DAVIDSON, 1972, p.95), a evolução deste último preço realmente tem que ser ascendente. *E é natural que assim seja:* para garantir a liquidez plena destes ativos a autoridade monetária deve evitar a queda de seus preços à vista tanto no presente como no futuro, sendo portanto obrigada a adquirir os estoques necessários dos mesmos no caso de qualquer ameaça de queda em seus preços; mas para evitar a elevação dos mesmos a autoridade monetária não dispõe necessariamente dos estoques suficientes, já que se trata de ativos de emissão privada. Deste modo há uma inevitável assimetria derivada da possibilidade de uma total rigidez à baixa dos preços à vista de tais ativos, mas que é tão somente parcial no caso de sua elevação.

Outras conseqüências deste tipo de arranjo institucional podem ser mencionadas. De início vale observar que ele transforma em regra uma característica do sistema econômico que normalmente deveria ser apenas conjuntural: a expansão mais acelerada da circulação financeira deixa de ser uma

característica restrita aos momentos de *boom*; à liquidez garantida de determinados “fatores de renda” segue-se uma ampliação generalizada dos mercados de ativos, tanto para tais fatores como para todos aqueles que possuem mercados secundários com algum grau de organização, hipertrofiando a circulação financeira, ainda que a aquisição de ativos de capital fixo e a circulação industrial apresentem um desempenho relativamente modesto. O fato é que a garantia institucional de liquidez permite um tal crescimento do mercado para estes “fatores de renda” que seu valor e rentabilidade podem crescer, em termos monetários, simultaneamente, rompendo a relação inversa usual, da mesma forma que as conjunturas fortemente expansivas costumam fazer. Além disso, a associação entre liquidez plena, apreciação e/ou rendimento, reduz a possibilidade de diferenciar cada um dos termos que contribuem na estimativa da taxa própria de juros destes ativos. A própria opção da autoridade monetária de não diferenciar a moeda dos demais “fatores de renda” tornaria os termos referentes à liquidez, à apreciação e ao rendimento menos diferenciáveis entre si. De todo modo, como o retorno que oferecem é, em termos monetários, necessariamente superior ao da moeda, eles se tornam não só a forma líquida mais desejada de reter riqueza - e, na verdade, mais “líquida” que a própria moeda - como também aquela que apresenta taxa de juros mais rígida à baixa, substituindo a moeda como o ativo que fornece o piso para o retorno que qualquer bem deve prometer para que novos estoques do mesmo sejam desejados. Originalmente a taxa de desconto das quase-rendas fornecidas por determinado ativo de capital fixo tem a taxa de juros sobre a moeda como referência, ou então a taxa de retorno de um ativo tem aquela taxa como limite inferior, porque ela corresponde à avaliação básica, mínima, do risco de se

afastar da liquidez representado por um ativo (certificado de débito) com prazo compatível de maturação. No entanto, se outros ativos que não a moeda prometem, além de um retorno explícito, um rendimento implícito (liquidez) comparável ao seu, eles vão necessariamente substituí-la como referência de risco mínimo (ou nulo) de iliquidez.

É necessário agora analisar as conseqüências deste hipotético arranjo institucional no caso dos ativos de capital. Para aqueles que dispõem de mercados secundários organizados, como é o caso de determinados ativos de capital circulante, a possibilidade de emitir liquidez privadamente atua como um catalisador que amplia o poder de atuação como “comprador ou vendedor residual” daquelas “instituições financeiras não governamentais” que operam no mercado. Isto permite ampliar as dimensões destes mercados, reduzir os custos estimados de transação e aumentar a liquidez dos ativos aí negociados, com efeito direto sobre seus preços. De fato, a expansão da circulação financeira fomenta a atividade especulativa nestes mercados, incentivando a posse de tais ativos como fonte de ganhos futuros de capital. Na medida em que nos “nos mercados à vista ... [a] flutuação da demanda gera necessariamente flutuações *pari passu* nos preços de mercado” (DAVIDSON, 1972, p. 95), um desenvolvimento como o anterior acaba induzindo um processo de elevação de preços análogo ao observado para os “fatores de renda”, muito embora não esteja suposto neste caso uma rigidez à baixa dos preços dos ativos de capital circulante. Simplesmente eles se tornam um estoque de “capital líquido” em decorrência da própria expansão de seus mercados à vista provocada pela possibilidade de criação privada de liquidez.

Admitindo, a exemplo de HICKS (1987), “que nas economias modernas (capitalistas) há pelo menos dois tipos de mercados”, “os especulativos ou ‘com preços flexíveis’” - “tais como os de matérias-primas, para não falar nos mercados financeiros” - e os mercados com “preços rígidos” - “que incluem uma grande parte dos mercados de produtos industriais” (p. 25)²⁷ - pode-se dar um passo adiante e analisar o impacto sobre o segundo tipo de mercado de um processo de elevação de preços no primeiro. Como “as mercadorias com preço flexível entram nos custos das mercadorias com preço rígido” (p. 27), os preços destas últimas devem aumentar, embora a intensidade do aumento dependa do peso de tais custos no custo total e do grau de rigidez do mark-up empregado. De todo modo, ainda que não na mesma proporção, os preços das mercadorias industriais e bens finais tendem a acompanhar o aumento dos preços observado nos mercados de ativos de capital circulante.

Por outro lado, é interessante enfatizar neste processo inflacionário que ele não necessariamente conduz aos resultados sugeridos por KEYNES (1985) na *Teoria Geral*. O autor sugere nesta obra que “[a] expectativa de uma baixa no valor da moeda estimula o investimento e, em conseqüência, o emprego em geral,

²⁷ Parece claro que os “mercados à vista” da análise de DAVIDSON (1972) correspondem aos mercados “especulativos ou com ‘preços flexíveis’” de HICKS (1987). Vale a pena reproduzir aqui um trecho deste autor: “[u]ma das coisas mais importantes que aprendemos com Keynes é que os preços, num mercado de preços flexíveis, apesar de aparentemente serem determinados pela demanda corrente pela mercadoria e por novas ofertas futuras, são, na realidade, determinados pela disposição dos comerciantes em manter os estoques. O equilíbrio do mercado é um equilíbrio de estoques e não um equilíbrio de fluxo” (p. 25). Deve-se observar que nosso argumento anterior requer simplesmente que a possibilidade de emissão totalmente endógena de moeda sirva como estímulo para antigos e novos “comerciantes” ampliarem as suas posições em ativos negociados neste tipo de mercado.

porque eleva a curva de eficiência marginal do capital, isto é, a escala de demanda de investimentos” (p.104). Mas, no processo aqui suposto, mesmo que as expectativas inflacionárias possam, a despeito do aumento de custos, elevar o fluxo de rendas líquidas esperadas e portanto venham a se mostrar potencialmente indutoras do investimento, deve-se observar que tais receitas líquidas serão transformadas em valor presente por uma taxa de desconto que tem como referência a taxa de juros necessariamente maior que incide sobre os “fatores de renda” de emissão privada. Não pode haver dúvida que uma maior taxa de desconto contribui para diminuir o preço de demanda dos ativos de capital fixo e deve, como consequência, inibir a aquisição de novos ativos do mesmo tipo.

A divergência entre as conclusões anteriores recomenda uma análise mais cuidadosa da concepção de inflação presente na *Teoria Geral*. KEYNES (1985) diferencia nesta obra basicamente duas situações inflacionárias: a primeira, que denomina “estado de verdadeira inflação” ou “inflação absoluta”, é resultante “de um aumento da demanda efetiva em circunstâncias de pleno emprego” (p. 208, vide ainda p. 90) e se distingue dos “estados de semi-inflação” que podem ocorrer mesmo abaixo de tal fronteira. No primeiro caso “um novo acréscimo no volume de demanda efetiva não mais produz aumento na produção e se traduz apenas numa alta da unidade de custos, em proporção exata ao aumento da demanda efetiva” (p. 209). No segundo, a elevação de preços é causada principalmente pela existência de rendimentos decrescentes, resultantes seja de um “custo primário maior por unidade de produção”, por conta do próprio equipamento de capital utilizado, ou então, como enfatiza o autor, dos “custos

crescentes do trabalho”, fenômenos que tendem a ocorrer à medida que se amplia a produção. Além disso KEYNES (1985) sugere a possibilidade da oferta de determinados bens e serviços tornar-se elástica, “pelo menos por algum tempo”, antes mesmo que se alcance um estado geral de pleno emprego; os “estrangulamentos” daí derivados teriam impacto correspondente sobre os preços, agravando os estados de semi-inflação já mencionados.

Segundo HICKS (1978) o aspecto que deveria ser destacado nesta visão do processo inflacionário é que os preços são “determinados pelos custos” (p.115). Ele próprio, no entanto, levanta uma objeção à forma na qual Keynes supostamente teria desenvolvido tal hipótese: ao adotar como padrão o procedimento para formação de preços típico da “indústria de transformação”, Keynes não teria considerado devidamente as especificidades da formação de preços no setor “primário” (p. 115). No primeiro caso predominam “custos decrescentes” e Keynes teria adequadamente considerado que os preços são “determinados pelos custos, com uma margem constante sobre os custos de mão de obra” (p. 106); ele teria admitido também a possibilidade de elevação dos preços “à medida que o Pleno Emprego se aproximasse”, por conta neste caso do crescimento dos salários e do aumento da própria margem empregada (p. 115). Mas no setor “primário”, ao contrário, predominam “custos crescentes”, “os preços são determinados pela oferta e pela procura” e, “no curto prazo, a oferta é

inelástica” (p. 115-116)²⁸, fatores que Keynes teria desconsiderado, ou pelo menos não considerado devidamente. De fato, Keynes não adotou explicitamente qualquer diferenciação no que se refere à formação de preços em indústrias e setores distintos; ainda assim as conclusões de Hicks não parecem corretas.

Além de admitir, de forma totalmente explícita, que a expansão da produção esbarre na inelasticidade temporária da oferta de alguns bens e serviços, provocando assim ‘uma alta acentuada nos preços de certas mercadorias’, e de reconhecer a tendência à elevação descontínua da unidade de salários com o aumento da demanda efetiva, de forma que devam ocorrer “uma sucessão de pontos semicríticos [de elevação dos salários nominais] anteriores” ao “ponto crítico final do pleno emprego” (p. 208), KEYNES (1985) parece também mais propenso à tese de retornos decrescentes do que à sua antítese. De fato ele sequer dá maior atenção à idéia de retornos crescentes: o contraste que procura estabelecer é a distinção que estabelece entre “rendimentos decrescentes e ... constantes” (p. 207). Opta pelo primeiro principalmente porque, com a expansão da produção, o “emprego d[e] mão de obra menos capacitada” com

²⁸ A intenção de HICKS (1978) com esta diferenciação de setores é fornecer uma explicação para a “origem” do “crescimento acelerado dos preços” no início da década de 70. Dada a inelasticidade da oferta no setor primário, “se a demanda se expande a uma taxa superior à do crescimento da produtividade, os preços subirão rapidamente” e via custos este aumento “se transmitirá aos preços dos produtos industrializados” (p. 116). De certa forma HICKS (1987) sugere algo similar em *A Crise Na Economia Keynesiana: na Teoria Geral* Keynes teria discutido os “mercados especulativos”, com “preços flexíveis”, mas “referindo-se principalmente aos mercados financeiros” (p. 25-26), sem considerar portanto os mercados de matérias primas. HICKS (1978) admite ainda certo paralelismo entre a distinção traçada nesta obra, entre “preços flexíveis” e “preços rígidos” e a outra, “entre indústrias com custos crescentes e decrescentes”, embora a primeira seja “uma distinção de curto prazo relativa à manutenção de estoque” e a segunda “uma distinção de longo prazo” (p. 115, nota 39).

uma remuneração uniforme provoca um “maior custo de trabalho por unidade de produção” (p. 40), independente de qualquer elevação da unidade de salários ou mesmo de alguma característica inerente ao equipamento de capital utilizado que causasse retornos decrescentes²⁹.

De qualquer forma, o relevante para nossa discussão é reconhecer que Keynes considerava *provável* a elevação dos preços com a expansão da demanda efetiva. E também considerava que esta expansão sempre se traduziria, mesmo que só parcialmente, em crescimento do produto e do emprego, desde que houvesse alguma elasticidade da produção³⁰. Note que neste caso basta admitir que “a oferta de bens de consumo e de bens em geral [tenha], ou [seja] capaz de ter, alguma elasticidade”; isto é o que o próprio KEYNES (1987) afirma para contestar a observação feita por Hicks que suas conclusões “depende[riam] da

²⁹ Em correspondência a Ohlin KEYNES (1987) expressa de forma bastante enfática sua opção pró-retornos decrescentes: “[e]u sempre considerei retornos físicos decrescentes no curto prazo como uma das poucas proposições incontestáveis de nossa miserável disciplina”. E complementa sugerindo que “retornos físicos constantes” provavelmente ocorrem em situações muito particulares: “[e]u também concordo que muito no fundo de uma depressão [*slump*] é possível se aproximar desta situação peculiar” (p. 190).

³⁰ É provável que o trecho a seguir contenha a melhor síntese das conclusões de KEYNES (1985) a respeito: “uma variação moderada da demanda efetiva, que se apresente em circunstâncias de amplo desemprego, pode traduzir-se principalmente pelo aumento do emprego e, em medida muito limitada, pela alta de preços, ao passo que uma variação mais acentuada, que, não sendo prevista, leva a certos ‘estrangulamentos’ temporários, influi mais sobre os preços e menos sobre o emprego, em maior proporção no começo do que subsequentemente” (p. 208).

hipótese de uma ‘alta elasticidade da oferta de bens de consumo’³¹ (p. 71). O mais importante nesta polêmica é que ela de fato revela a forma como a questão inflacionária é tratada na *Teoria Geral*: como um processo que se desenvolve na esfera produtiva em consequência da pressão de custos desencadeada pela expansão da produção. É como se a elevação dos preços fosse uma consequência natural do aumento do nível de ocupação do equipamento de capital, um aumento que por sua vez conduziria à queda, no curto prazo, da eficiência (física) do processo produtivo e à elevação da unidade de salários³². Trata-se portanto de um processo estreitamente associado ao crescimento do investimento e do consumo e que só pode ocorrer em condições favoráveis às decisões do gasto, sugerindo assim a vigência de uma taxa de juros relativamente baixa face às expectativas de retorno dos ativos de capital fixo³³.

³¹ Nesta mesma correspondência a Hicks, KEYNES (1987) se diz propenso a “definir pleno emprego como sendo alcançado ao mesmo tempo em que a oferta de produto torna-se em geral inelástica” (p.71). Mesmo que a definição empregada na *Teoria Geral* não seja tão explícita ou então envolva alguma dubiedade, é certo que ela não se reduz, como pretende HICKS (1978), a identificar o “limite de crescimento com o Pleno Emprego da Mão-de-Obra” (p. 113).

³² Ao contestar quem sugere elevar a taxa de juros para impedir um suposto desequilíbrio entre poupança e investimento e assim evitar uma tendência à elevação dos preços, KEYNES (1985) acaba definindo a inflação como um subproduto da expansão da produção: “[é] o incremento da produção que provoca o aumento da poupança; a alta de preços não passa de um subproduto desse incremento, que também ocorre quando é a propensão a consumir e não a poupança que aumenta” (p. 225).

³³ Vale observar que esta visão do processo inflacionário guarda similaridade com a concepção que o próprio KEYNES (1971b) desenvolve no *Treatise*. Deve-se lembrar que sua análise nesta obra parte da noção, atribuída a Wicksell, de que a influência da taxa de juros sobre o nível de preços se dá através de seus efeitos sobre a taxa de investimento. Vide ainda a respeito o item II.2. Taxa de Juros, Taxa Natural e o Sistema Bancário.

Note que no Capítulo 21, A Teoria dos Preços, onde a questão inflacionária é analisada de forma mais detalhada, não há sequer uma menção à expansão da esfera financeira e dos processos especulativos nos mercados de ativos. Provavelmente ela está implícita nesta parte da análise de Keynes, mas na forma como ele próprio concebe o “ciclo econômico”: é nos momentos de *boom*, quando a expansão já está esbarrando nos limites da capacidade produtiva, que o otimismo se espraia por todos os mercados e a circulação financeira cresce mais aceleradamente, tornando viável uma maior frequência de mudanças de posição dos agentes nos mercados de ativos. Tal abordagem da inflação parece assim totalmente coerente com os postulados acerca das atributos da moeda, pois é só no contexto de um auge econômico que o otimismo próprio dos mercados viabilizaria atribuir menor valor à liquidez da moeda e ampliar sua elasticidade de substituição por outros fatores de renda. Observe ainda que na abordagem de Keynes a inflação somente atinge um patamar realmente elevado se, uma vez alcançado o pleno emprego, a pressão exercida pela expansão da demanda efetiva persistir. Só na perpetuação deste quadro que a “verdadeira inflação” pode colocar em risco a moeda como unidade de conta e reserva de valor.

Aí está a diferença básica entre a noção de inflação presente na *Teoria Geral* e o processo inflacionário imaginado anteriormente. No caso deste último é a própria generalização do atributo de liquidez plena para um conjunto de fatores de renda de emissão privada que os transforma na reserva de valor preferida, mais “líquida” que a própria moeda legal, e que coloca em xeque o papel desta como unidade de referência para a formação dos preços de bens e serviços. Neste caso é também a elevação dos preços dos fatores de renda que

desencadeia, por meio dos ativos de capital circulante, um processo inflacionário dos “produtos industriais”. Ainda assim o quadro resultante poderá se aproximar de uma situação do tipo *contango*³⁴ : mesmo que o processo inflacionário aumente as receitas líquidas esperadas dos ativos de capital fixo, o seu preço de demanda, calculado com base em uma taxa de desconto maior, por conta da rigidez à baixa da taxa monetária de juros dos fatores de renda, poderá se situar abaixo do preço de oferta, paralisando o processo de investimento. A peculiaridade de uma situação como esta é reunir no mesmo contexto a paralisia do investimento com a elevação dos preços dos bens gerados pelos ativos de capital fixo. No *contango* tradicional as receitas líquidas esperadas diminuem ou a taxa de desconto aumenta, indicando que para uma determinada taxa de juros e estado expectacional uma parte do estoque de capital é considerado redundante; o ajuste se faz pela queda da taxa de investimento até um valor abaixo da depreciação no período ou, no limite, até um valor nulo, de forma a reduzir o estoque de capital e restabelecer a escassez (DAVIDSON, 1972, p. 100-101). Quando um processo similar ocorre em um ambiente de inflação elevada, há, no entanto, outro mecanismo possível de “ajuste”: em condições de muita fragilidade das referências para avaliação dos preços no mercado, a possibilidade de empregar os próprios preços dos “produtos industriais” não pode ser desconsiderada. Sem dúvida a tentativa de elevar as receitas por meio do aumento dos preços dos produtos representa uma forma de compensar o efeito, sobre o preço de demanda dos estoques já existentes de ativos de capital fixo, de se empregar uma taxa de desconto maior. É óbvio que as receitas se compõem da

³⁴ “Se ... no início de qualquer período, o preço à vista está abaixo do preço a termo, há um *contango* no mercado, o estoque de capital herdado é redundante e uma queda dos estoques existentes ocorrerá durante o período” (DAVIDSON, 1972, p. 88).

combinação do preço unitário e da quantidade comercializada, mas como as experiências de alta inflação indicam, as firmas preferem correr um “risco de renda”- “que a demanda pelos produtos ... seja inferior ao esperado” em consequência do aumento exagerado dos preços - a um “risco de capital” - que a elevação dos preços dos produtos não seja suficiente para fazer frente aos maiores custos de matérias-primas e trabalho que efetivamente venham a predominar no futuro -, até porque a mercadoria sobre-precificada que não consiga ser comercializada continuará a representar um estoque de capital líquido em posse da empresa (CARVALHO, 1990, p. 77)³⁵. De forma análoga aos ativos de capital circulante, os “produtos industriais” se tornam uma espécie de capital líquido, cujos preços passam a se assemelhar àqueles do tipo flexível, tanto em consequência da expectativa de custos primários cada vez maiores, como da flexibilização das margens de lucro. A tentativa de evitar por meio deste expediente que o preço de demanda dos ativos de capital já em estoque caia abaixo do preço de oferta, ou então que sua taxa de retorno caia abaixo da taxa monetária de juros dos fatores de renda, constitui mais um elemento de pressão inflacionária.

Vale ainda resumir algumas características desta situação inflacionária. Primeiro, a formação de preços dos bens e serviços passa a ter como critério fundamental a tentativa de garantir que os diversos ativos tenham um retorno esperado pelo menos igual à taxa monetária de juros dos fatores de renda com liquidez plena. Segundo, a moeda de curso forçado torna-se somente um meio de

³⁵ A discussão acerca da formação de preços e demais características de um regime de alta inflação pode também ser encontrada em FRENKEL (1979) e em FEIJÓ e CARVALHO (1992).

troca e sua liquidez residual deriva do fato de ainda se constituir no instrumento legal de quitar débitos. Terceiro, não sendo mais reserva de valor, sua ligação com o nível de transações é direta. Neste caso, mesmo que a continuidade da aceleração inflacionária fortaleça a tendência de reduzir ao máximo os saldos monetários, tais saldos se encontram mais conectados à circulação da renda, em uma espécie de “confirmação” da equação quantitativa. Ai está o aparente paradoxo da questão: justamente em condições de inflação muito elevada, nas quais a moeda já perdeu todas as suas funções exceto a de meio de troca, é que um dos pilares da teoria quantitativa da moeda, a própria equação quantitativa, parece ter sua “validade” confirmada. Mas o interessante é que isto se dá quando a moeda perdeu, junto com sua liquidez, toda sua capacidade de ser um “fator ‘real’ ”, de ser causa, para se tornar mera consequência ou intermediário das mudanças de posições dos agentes entre os vários ativos, ou quando a circulação industrial no sentido original desapareceu; ou melhor, quando ela foi totalmente engolida pela circulação financeira, seja porque a formação de preços dos bens e serviços passou a ter como referência básica a rentabilidade de ativos tradicionais desta esfera de circulação, seja porque os próprios bens tornaram-se ativos “líquidos”.

Por fim vale diferenciar a situação inflacionária discutida acima daquela a que KEYNES (1985) alude de passagem, ao analisar A Eficiência Marginal do Capital (cap. 11). Neste capítulo da *Teoria Geral* Keynes critica quem supõe “que as variações esperadas no valor da moeda atuam diretamente sobre a taxa de juros, em vez de fazê-lo sobre a eficiência marginal de determinado volume de capital”. E complementa, retomando sua posição original: “[a] expectativa de

elevação dos preços têm um efeito estimulante não porque faça subir a taxa de juros (o que seria um modo paradoxal de estimular a produção - à medida que a taxa de juros sobe, o estímulo é neutralizado na mesma extensão), mas porque eleva a eficiência marginal de determinado volume de capital” (p. 105)³⁶. Note que na situação suposta anteriormente não é a expectativa de elevação dos preços dos bens e serviços que aumenta a taxa de juros, mas sim a garantia de liquidez plena para um conjunto de fatores de renda de emissão privada; de fato é esta garantia que permite o aumento contínuo do preço de tais fatores nos mercados à vista, tornando a sua taxa monetária de juros a taxa com maior rigidez à baixa e deslocando a moeda de curso forçado de seu papel de ativo “plenamente líquido”.

Nenhuma situação similar a esta é considerada na *Teoria Geral*, uma característica que de todo modo parece coerente com o conceito de moeda aí empregado, definindo-a segundo seus atributos de baixas elasticidades de produção e substituição³⁷. Tais atributos não representam uma garantia de que os preços não se elevem, mas possibilitam que a dinâmica deste processo esteja estreitamente associada aos condicionamentos da esfera produtiva, da circulação industrial, de forma que inflações realmente elevadas só ocorrem quando a elasticidade da produção torna-se nula e a pressão exercida pela expansão da

³⁶ A mesma crítica é atualizada por DAVIDSON (1981), colocando-a no contexto do debate contemporâneo iniciado pelos monetaristas.

³⁷ “Tais características são primordialmente conceituais e definicionais mais do que institucionais, porquanto se, por hipótese, o dinheiro não as apresentasse, não se diferenciando das demais mercadorias nesse aspecto, ou bem *todas* seriam dinheiro - o que é absurdo -, ou *não* haveria dinheiro, e a que mais se aproximasse dessas características acabaria assumindo a função de dinheiro” (POSSAS, 1987, p. 139-140, nota 223).

demanda efetiva se perpetua. Por outro lado, a não-existência de um ativo com estes atributos reduz a diferenciação entre os termos de liquidez e de apreciação e/ou de rendimento no cômputo da taxa de retorno de uma grande gama de ativos, de forma que alguns deles “adquirem” a característica de máxima “liquidez” própria da moeda, mas nenhum é rigorosamente moeda, pois não há mais um ativo cujo principal retorno seja a liquidez. De certa forma diversos ativos “tomam-se” moeda, mas nenhum deles de fato é moeda. A especulação e a hipertrofia da circulação financeira que predominam em um quadro como este antecipam o surgimento de inflações elevadas muito antes do pleno emprego e geram uma combinação *sui generis* de estagnação e elevação dos preços.

As conclusões da discussão anterior confirmam a importância dos postulados de baixa elasticidade de produção e substituição na definição da moeda como o ativo com liquidez plena. Mas ainda restam alguns aspectos da crítica horizontalista que devem ser analisados. O primeiro se refere à tentativa de associar tais postulados à “adoção da causalidade quantitativa moeda-preço”³⁸. A questão parece mal colocada. De início é necessário lembrar que na interpretação monetarista da teoria quantitativa da moeda, a relação de causalidade é posta em termos bem estritos: a hipótese de encaixes reais constantes, que teria sido comprovada empiricamente por meio da estabilidade da velocidade-renda da moeda, e a suposição correlata que os ativos físicos reprodutíveis (ativos de capital fixo e bens de consumo duráveis) seriam muito bons substitutos da moeda como reserva de valor, permitiriam estabelecer uma relação direta entre quantidade de moeda e preços. Isto posto, parece coerente a

³⁸ O próprio “Keynes ‘ainda rende[ria] homenagens à teoria quantitativa’... quando trata das propriedades essenciais do dinheiro” (COSTA, 1993, p.63).

conclusão de FRIEDMAN (1976) que “o inverso do nível de preços [seria] o preço da moeda”, enquanto a taxa de juros representaria “o preço do crédito” (p. 362-363)³⁹. O próprio KEYNES (1987) sugere, em relação ao que denominou “teoria ortodoxa”, uma conclusão que vai na mesma direção: a “interpretação estrita da teoria quantitativa ...[implica] que mudanças em P [ocorrem] na mesma proporção que em M” (p. 105-106), indicando a possibilidade de definir o preço da última variável como o inverso da primeira. Mas para que esta teoria possa ser especificada nestes termos é necessário que a “velocidade-renda” da moeda seja “independente d[e] [sua] quantidade” (p. 105); ou então, colocando nos termos da própria teoria de KEYNES (1987), é necessário que a “eficiência marginal da moeda” seja “independente da sua quantidade” (p. 103). É neste ponto que se localiza uma de suas divergências com a ortodoxia: “[a] eficiência marginal da moeda em termos de si mesma é, em geral, uma função de sua quantidade (embora não só de sua quantidade), exatamente como no caso de outros ativos de capital” (p. 104). Embora o trecho anterior reafirme basicamente a noção da curva de preferência pela liquidez, a terminologia e o contexto nos quais é formulado deixam claro que o que depende da quantidade de moeda é sua eficiência marginal, não os preços, pelo menos diretamente. E é natural que assim seja: o ativo líquido moeda, desejado como reserva de valor e na qualidade

³⁹ “KREGEL (1984/85) enfatiza “que esta divisão definicional [de Friedman] é aproximadamente o oposto direto da de Keynes”. Observa ainda que a noção da taxa de juros como o “preço do crédito” é própria da teoria dos fundos de empréstimo. Por isto ele adverte - com um argumento aparentemente feito sob medida para as opiniões expressas por Moore - contra quem considera “que nestes debates entre [as teorias dos] fundos de empréstimo e [da] preferência pela liquidez Keynes estava simplesmente preocupado em defender sua teoria do ajustamento da renda, na qual poupança é igualada ao investimento via multiplicador”. Afirma que tais autores “desconsideram o aspecto que estava em questão, a saber, o restabelecimento implícito da validade da teoria quantitativa da moeda via abordagem dos fundos de empréstimo” (p. 140-142).

de participante da circulação financeira, não está associado de forma exclusiva à circulação do produto, o que elimina a possibilidade de uma conexão direta moeda-preços. E, igualmente importante: se são as baixas elasticidades de produção e substituição que justificam a liquidez da moeda, são justamente elas que promovem a desconexão entre a quantidade deste ativo e os preços⁴⁰.

Novamente a crítica horizontalista parece errar o alvo. Desta vez por não diferenciar a relação entre quantidade de moeda e preços, característica da teoria quantitativa, da relação entre escassez e liquidez da moeda. Ainda que não tenha destaque na apresentação inicial dos postulados⁴¹, esta última relação faz parte da formulação original apresentada por KEYNES (1985): “[o] atributo de ‘liquidez’ não é, de maneira alguma, independente destas duas características [‘elasticidades de produção e substituição muito baixas’]. Pois, se a oferta de um bem pode ser facilmente aumentada ou se o desejo de que ele é objeto pode facilmente ser desviado por uma variação no seu preço relativo, não é provável que este bem goze do atributo de ‘liquidez’ na idéia dos possuidores de riqueza.

⁴⁰ De fato, para que haja uma conexão direta entre quantidade de moeda e preços é necessário, segundo KEYNES (1987), que os encaixes ativos e inativos sejam “independente[s] da taxa de juros”, algo que só poderia ocorrer “em condições de equilíbrio de longo prazo”, entendido neste caso como “um estado de expectativas tanto definido como invariável e que tenha durado o suficiente para que não haja qualquer ressaca de um estado prévio de expectativas” (p. 105). Obviamente resta a alternativa ortodoxa, “que a moeda [sirva] apenas para transações, e nunca [seja] empregada como reserva de valor” (KEYNES, 1985, p. 131).

⁴¹ Tomando como base sua preocupação com o nível de emprego, parece justificável que KEYNES (1985) dê ênfase a uma noção de baixa elasticidade de produção da moeda entendida como uma baixíssima “resposta do volume de mão-de-obra dedicado a produzi-la [...] diante de um aumento na quantidade de trabalho que se pode obter com uma unidade da mesma” (p. 161). Colocado exclusivamente nestes termos, tal postulado parece aceitável pelos defensores da plena endogenia monetária (vide Nogueira da COSTA, 1993, p. 63).

O próprio dinheiro não tarda a perder o atributo de 'liquidez' quando se esperam fortes variações na sua oferta" (p. 167, nota 9). Com a diferenciação anterior não se pretende, no entanto, negar *toda e qualquer* relação entre quantidade de moeda e preços; afinal, as modificações da primeira variável podem alterar o valor da taxa de juros, justamente o melhor indicativo do peso que os agentes atribuem ao prêmio de liquidez da moeda, e a relativa estabilidade da segunda é uma pré-condição para a própria existência deste prêmio. De todo modo não há qualquer relação causal direta. Mesmo no caso dos demais 'fatores puramente de renda', para os quais Keynes admite uma maior sensibilidade dos preços a variações na quantidade do ativo, esta relação tem que ser analisada à luz das expectativas de expansão dos mercados para os mesmos, não recomendando qualquer visão mais mecânica de causalidade. Mas no caso do ativo monetário KEYNES (1985) é bem explícito em sua colocação - e a própria noção de armadilha da liquidez sacramenta tal idéia - que "um aumento mesmo substancial na quantidade de moeda" (p. 163) pode esbarrar primeiro na rigidez à baixa da taxa de juros, antes que aquele aumento tenha um efeito muito significativo nos preços. Deste modo, considerar que 'a expectativa de relativa estabilidade no custo monetário da produção não se manteria com muita confiança se o padrão de valor fosse um bem com grande elasticidade de produção" (p. 165) não é sinônimo de "adoção da causalidade quantitativa moeda-preço", mesmo porque esta última não admite mediações como a influência da quantidade de moeda na opção dos agentes por formas mais ou menos líquidas de reter riqueza, para não falar de seu efeito sobre as expectativas ou do impacto de tais modificações na estrutura de custos do setor produtivo. Não há aqui uma relação de causalidade

do tipo quantitativista simplesmente porque a moeda não serve “apenas para transações”, ao contrário do que supõem os adeptos da TQM.

De toda a forma, a ênfase no postulado da baixa elasticidade de produção sugere uma analogia entre a moeda contemporânea e a moeda metálica que acabou dando origem a mais uma objeção do horizontalismo. Segundo MOORE (1988a), “[o]s argumentos de Keynes que as propriedades essenciais da moeda incluem elasticidades de produção e substituição aproximadamente nulas ... se [refeririam] à moeda - mercadoria” (p.8, nota.6). Neste tipo de economia “[a] noção verticalista de um estoque exógeno de moeda ... [seria] inteiramente natural” (p.18), tornando válidas a teoria quantitativa e a própria Lei de Say. Tal objeção desconsidera, no entanto, que na própria definição de moeda já está incluída sua função como meio de pagamento, de forma que as relações de débito e crédito precisam ser consideradas, mesmo na vigência da moeda-mercadoria. De fato, como discutido em detalhe em item anterior⁴², a evolução do sistema bancário nos primórdios do capitalismo esteve associada à emissão, com base no padrão metálico, de notas e empréstimos que passaram a circular e serem aceitos como meios de pagamento. Isto levanta dois tipos de questão. Em primeiro lugar, se tais papéis podiam funcionar como substitutos da moeda metálica, o estoque de meios de pagamento não estava mais rigorosamente fixado, ainda que aquela moeda tivesse uma elasticidade de produção nula. De qualquer forma, o grau de elasticidade do estoque mais amplo de meios de pagamento dependia tanto da confiança dos agentes na capacidade dos bancos de honrarem os compromissos expressos nos papéis que emitiam, como de disponibilidade destes últimos de

⁴² Vide item IV.2. Demanda Efetiva e Financiamento das Decisões de Gasto.

assumirem o risco de iliquidez derivado das próprias emissões. Dependia, em suma, da preferência pela liquidez dos bancos e de seus clientes, de tal forma que a elasticidade era maior nas situações em que predominavam expectativas otimistas, mas caía a valores muito baixos nos momentos de pessimismo, quando então os próprios bancos estavam sujeitos a um teste mais generalizado acerca de sua capacidade de honrar os compromissos impressos em suas emissões. É justamente este o segundo aspecto da questão: muito embora tais papéis tivessem, sob determinadas condições, uma liquidez praticamente igual à da moeda, ainda assim eles não eram, em regra, tão líquidos quanto ela, simplesmente porque as instituições que “garantiam” sua liquidez não podiam fazê-lo “em todas as contingências possíveis”, especialmente quando um sentimento de desconfiança em relação à sua conversibilidade se disseminava entre os agentes.

Esta foi uma das deficiências que a evolução para um sistema monetário baseado na moeda de curso forçado permitiu superar. Como emitente desta moeda, a Autoridade Monetária tem o poder de impedir o desenvolvimento de crises de liquidez e de garantir a conversibilidade da moeda emitida pelos bancos, atuando assim como emprestador de última instância. Além do papel que a própria evolução institucional teve na obtenção deste resultado, parece correto admitir que o fato de o padrão monetário não estar mais submetido a qualquer restrição física quanto à sua produção também tenha contribuído para o mesmo. Portanto, o que resta para analisar é em que sentido ainda é possível advogar baixas elasticidades de produção e substituição para a moeda contemporânea? Ou então, se tal opção não indica simplesmente que “[a] inelasticidade da oferta

da moeda no padrão-ouro ...[teria sido] transposta artificialmente para a moeda inconvertível” (COSTA, 1993, p.63)?

Considerando que o próprio KEYNES (1971a) rejeitou o padrão-ouro, chegando a se referir ao mesmo como uma “reliquia bárbara” (p. 138), primitiva, parece difícil aceitar a veracidade desta última hipótese. E de fato, mesmo *Tract on Monetary Reform*, tido como um de seus mais ortodoxos livros, ele não só se colocou contra a sugestão de retorno a este padrão, como também se mostrou favorável a ‘um padrão [monetário] mais científico” (p. 132), cujas regras de controle são apresentadas no Capítulo 5 desta obra. Parece claro que a questão deve ser colocada em outros termos. Para isto vale destacar dois aspectos não devidamente considerados pelo horizontalismo. Em primeiro lugar, que a própria forma na qual a moeda é introduzida na *Teoria Geral* valoriza o seu papel enquanto ativo líquido, em detrimento dos mecanismos pelos quais ela é criada. Mas é necessário que se diga: esta característica não é o resultado de uma opção arbitrária, ou então equivocada, de não diferenciar devidamente a moeda-mercadoria da moeda de crédito. ela é acima de tudo a consequência de uma concepção que entende a moeda basicamente como resposta à demanda por liquidez que caracteriza toda e qualquer economia na qual a riqueza é acumulada de forma privada e sob condições de incerteza. A luz destes comentários é possível entender melhor a afirmação de KEYNES (1985) que “[n]ão há meios para nos libertarmos da moeda, mesmo abolindo o ouro, a prata e os meios legais de pagamento. Enquanto subsistir algum bem durável, ele poderá possuir os atributos monetários” (p. 204). Está claro que neste plano de análise a forma

concreta, de existência física, do ativo monetário desempenha um papel de menor relevância⁴³.

De qualquer modo isto não torna a moeda contemporânea igual à moeda-mercadoria. Enquanto esta última estaria submetida a uma restrição natural, física, de produção, em relação à primeira o máximo que se pode admitir é uma restrição ou escassez de cunho institucional. Mas é justamente este o outro aspecto relevante na análise de Keynes: sua intenção parece ter sido sempre a de defender um “padrão mais científico” de valor, regulado de forma que determinados objetivos de política econômica pudessem ser perseguidos. Portanto, considerar a relativa escassez da moeda como um pré-requisito de sua liquidez não significa que tal escassez deva estar necessariamente fundada nas mesmas bases da moeda-mercadoria. Ao contrário, a vantagem da moeda contemporânea é justamente permitir que a Autoridade Monetária tenha mais

⁴³ Pode-se ainda mencionar a respeito as referências de KEYNES (1985) aos atributos de liquidez da terra, pensada obviamente não como um meio de troca, mas como uma forma de riqueza que “em determinadas circunstâncias históricas” poderia satisfazer a demanda por liquidez neste tipo de economia (p. 167-168). É fato, por exemplo, que em processos de inflação muito elevada e persistente, bens como a terra, imóveis e mesmo ativos cujos mercados secundários são em geral frágeis, podem adquirir atributos de “liquidez” bem expressivos. Isto sugere que o desenvolvimento de situações com tendência hiperinflacionária, ao contrário de conduzir a economia a uma suposta situação de escambo, na verdade induz a delimitação de um conjunto de ativos que, em função de suas particularidades, podem substituir, em determinado grau, a moeda como reserva de valor e unidade de conta.

graus de liberdade e arbítrio para regular a criação de moeda⁴⁴. Neste caso, o relevante é entendê-la como um bem público, que deve ser regulado e controlado por uma instância supramercado, a Autoridade Monetária. No trecho a seguir KEYNES (1985) dá indicações neste sentido: “[q]uer isso dizer que o desemprego aumenta porque as pessoas querem a Lua; os homens não podem conseguir emprego quando o objeto de seus desejos (isto é, o dinheiro) é uma coisa que não se produz e cuja demanda não pode ser facilmente contida. O único remédio consiste em persuadir o público de que a Lua e queijo verde são praticamente a mesma coisa, e fazer funcionar uma fábrica de queijo verde (isto é, um banco central) sob controle do poder público” (p. 164).

Note-se que tal concepção de forma alguma nega a existência de um elemento de endogenia na criação de moeda. Ele de fato é inevitável, além de ter uma origem que antecede a moeda tal como a conhecemos hoje, pois é uma

⁴⁴ Deve-se ressaltar que já no *Tract on Monetary Reform* KEYNES (1971a) se coloca a favor de uma política monetária bastante ativa. Neste livro ele apresenta a equação quantitativa na seguinte forma: “ $n = p(k+rk')$ ”, onde n representa “notas ou outras formas de moeda em circulação com o público”, k os saldos retidos em moeda em espécie, k' os saldos “disponíveis nos ... bancos contra cheques”, r “a proporção [‘que os bancos mantêm em moeda’] ... de seu passivo potencial” e p “o índice do custo de vida” (p. 63). Com base nesta equação ele então sintetiza a visão de política monetária apresentada nesta obra: “[a]dvogados de velha estirpe da moeda sadia têm colocado muita ênfase na necessidade de manter n e r constantes e argumentado como se esta política fosse por si só produzir os resultados corretos. Longe de ser assim, a constância de n e r , quando k e k' não são constantes, está condenada a provocar inconstância no nível de preços. As flutuações cíclicas se caracterizam principalmente não por mudanças em n ou r , mas por mudanças em k e k' . Segue que elas somente podem ser curadas se estivermos prontos a deliberadamente aumentar ou diminuir n e r , quando sintomas de movimento são detectados nos valores de k e k' ” (p. 69).

conseqüência de sua própria função como meio de pagamento⁴⁵. O importante, neste caso, é enfatizar sua dependência da preferência pela liquidez, tanto daquelas instituições que emitem substitutos muito próximos do padrão monetário legal, como também da preferência pela liquidez de seus clientes⁴⁶. Justamente por isso não deve haver dúvida que a atuação da AM como prestador de última instância foi fundamental para generalizar o emprego destes substitutos no lugar da moeda de curso forçado. Ao evitar crises de liquidez e fornecer garantias de conversibilidade para a moeda bancária, a AM ampliou de forma decisiva sua liquidez, dando o passo necessário para generalizar o seu uso como moeda. Mas esta função desempenhada pela AM não deve ser vista como o único resultado da evolução o sistema monetário: o mesmo processo histórico que lhe deu origem, também ampliou o poder regulador e disciplinador exercido pelo Estado sobre as instituições que emitem substitutos do padrão monetário legal, justamente com o propósito de restringir sua capacidade de emitir moeda privadamente. O uso deste poder, inclusive para defender a liquidez da moeda, mantendo sua escassez relativa, é também uma

⁴⁵ Em um artigo que procura demonstrar a compatibilidade entre uma visão "pós-keynesiana" da moeda e "os poucos fatos históricos disponíveis" sobre suas origens (p. 38, nota 12), WRAY (1993b) sugere que "a moeda de crédito *precede* a moeda-mercadoria e a função da moeda como unidade de conta *precede* suas funções tanto de meio de troca como de meio de pagamento" (p. 13). Como esclarece o autor o termo moeda de crédito é usado por ele "para denotar passivos denominados em moeda, criados privadamente e que cumprem as funções da moeda", mas que "não deveriam ser confundidos com a *própria* moeda" (p. 38, nota 13). De qualquer forma isto justifica sua "visão que a moeda *sempre* foi endógena", embora não na forma suposta pelo horizontalismo (p. 38, nota 12, todos os grifos no original).

⁴⁶ "É o mesmo fator fundamental que está em operação de ambos os lados do mercado [o da demanda e o da oferta de moeda]: a preferência pela liquidez" (CARVALHO, 1992, p. 112).

das funções da AM. Deste modo, sua atuação para evitar o desenvolvimento de crises de liquidez não deve ser confundida, para se empregar uma imagem feliz de V. CHICK (1992), com a de um “emprestador de *primeira* instância” (p. 179, grifo nosso). Mas parece ser esta a conseqüência da ênfase exagerada no potencial de conflito entre a atuação como emprestador de última instância e a defesa da liquidez da moeda, como se aquela exigisse a plena acomodação da AM às decisões privadas de criar moeda. É necessário observar que estas duas funções também apresentam elementos de complementaridade, pois a garantia de que a moeda possa exercer os seus papéis em sentido amplo - meio de troca e de pagamento, unidade de conta e reserva de valor - passa tanto por evitar crises de liquidez que coloquem em risco a estabilidade do sistema bancário, como pelo esforço de regular e disciplinar sua atuação, inclusive para impedir que a estrutura financeira se fragilize a ponto de abrir espaço para crises daquele tipo.

Vale a pena frisar este último aspecto: as crises de liquidez não são exclusivamente conseqüência de uma política monetária restritiva; elas também resultam de uma ampliação mais significativa das apostas especulativas dos emitentes da moeda bancária, apostas tanto mais prováveis quanto menor seja o exercício daquele poder regulador da AM. Neste sentido é necessário evitar uma visão caricata das divergências em relação à atuação da AM; estas não se reduzem à contraposição entre uma atuação restritiva de cunho monetarista e

uma atuação “heterodoxa”, do tipo garantir dinheiro “barato”⁴⁷. Uma “boa” atuação da AM seria aquela capaz de fomentar a aquisição de novos ativos de capital fixo, mas de penalizar a especulação *stricto sensu*, ou então capaz de injetar recursos principalmente na circulação industrial, de forma que a expansão da circulação financeira ocorra basicamente em decorrência das decisões de ampliação da primeira. Mas isto, já nos dizia o Keynes da *Teoria Geral*, é pouco provável de ser alcançado com base exclusivamente na política monetária: é também necessário regular o investimento. De qualquer forma, mesmo no *Treatise on Money*, obra na qual revela menor ceticismo quanto à eficácia da política monetária e também teria, segundo Moore, demonstrado sua vocação endogenista, KEYNES (1971c) já expressa de forma extremamente franca sua intenção de colocar nas “mãos [da AM, no caso o ‘Banco da Inglaterra’] um controle quase completo sobre o volume total de moeda bancária” (p. 68)⁴⁸. Neste caso, parece não restar dúvida que esta foi a posição adotada pelo autor no conjunto de sua obra.

⁴⁷ É igualmente insatisfatória e superficial a contraposição dos binômios moeda exógena/causa dos preços monetários versus moeda endógena/conseqüência das decisões de gasto. Ela não consegue, por exemplo, explicar trabalhos de viés ortodoxo, mas simpáticos à idéia da moeda regulada pelo mercado, ou então capazes de incorporar as sugestões da *real-bills doctrine*. Talvez o mais célebre destes trabalhos seja o livro de HAYEK (1986), *Desestatização do Dinheiro*. Mas vale também mencionar o trabalho de SARGENT e WALLACE (1982), que contém uma reconsideração da polêmica entre a teoria quantitativa e a doutrina do *real bills*, assim como os artigos de MOURMOURAS e RUSSEL (1992), FUERST (1992) e SMITH (1988).

⁴⁸ vide ainda a respeito as páginas 201, 206 - 207 e 233 da mesma obra.

CAPÍTULO VI

Conclusões

VI. Conclusões

As conclusões deste trabalho podem ser sintetizadas nos cinco pontos apresentados a seguir:

1: A contraposição entre exogenia e endogenia monetárias, na forma sugerida pelo horizontalismo, padece de um “pecado original”. Ao ancorá-la na antiga polêmica entre os princípios monetário e bancário, o horizontalismo revela sua propensão a pensar a questão sob uma perspectiva teórica *pré-keynesiana*. Tal perspectiva, obviamente natural no monetarismo, também faz parte da formulação horizontalista do problema, neste caso de uma corrente que, paradoxalmente, pretende se filiar à relativamente jovem tradição *pós-keynesiana*.

Desconsidera-se, deste modo, que Keynes, melhor do que qualquer outro teórico da moeda, foi capaz de traduzir, em termos conceituais, uma concepção, que, de forma embrionária e um tanto obscura, já existia anteriormente, ainda que vagando meio à margem do debate acadêmico: a concepção de que “a moeda, no verdadeiro processo de produção, assume ainda bem outras determinações que a de meio de circulação” (MARX, 1981, p. 190).

Ao incorporar, de forma definitiva, a questão da incerteza à análise econômica, Keynes deu substância teórica a estas “outras determinações” da moeda, ao seu papel como um ativo e como “um fator ‘real’”, capaz de afetar o nível de produto e os preços relativos.

2. Nesta perspectiva, não há sobreposição total entre, por um lado, a dicotomia exogenia/endogenia monetárias e, por outro, a moeda como “causa ou consequência”, como pretende o monetarismo e mesmo certas correntes endogenistas. A moeda é “causa” não tanto pela forma na qual ela é criada, mas principalmente pelos motivos pelos quais ela é demandada; i.e., porque ela materializa a necessidade de liquidez em um sistema no qual a riqueza privada é valorizada sob condições de incerteza.

Tal materialização se dá tanto através da retenção de certa quantidade de recursos líquidos, como principalmente através do preço exigido para se afastar da liquidez. Por este motivo, as modificações na composição dos *portfolios* dos agentes refletem, em geral, as alterações na sua disposição de reter riqueza sob formas mais ou menos líquidas. Neste caso, ainda que se reconheça a existência de diferentes processos de criação de moeda — denominados por DAVIDSON (1977a, 1988) de “processo *finance* de geração da renda”, o qual envolveria um “aumento endógeno na oferta monetária”, e de “processo de mudança de *portfolio*”, no qual as alterações na oferta de moeda seriam desencadeadas exogenamente, por iniciativa da AM —, deve-se, de todo modo, evitar uma ênfase exagerada na significância teórica deste tipo de diferenciação. Não só porque mudanças de *portfolio*, com implicações nos recursos líquidos retidos pelos motivos especulação e precaução, podem ser desencadeadas endogenamente, ou então porque tais mudanças podem também envolver, além da circulação de ativos previamente existentes, a aquisição de novos ativos de capital fixo, com repercussão natural no processo de geração da renda.

Na verdade, o relevante neste caso é que a moeda participa destes processos enquanto “um fator ‘real’” em um sentido teoricamente bem mais profundo. Em primeiro lugar, porque o seu retorno, medido através da taxa de juros, depende tanto das condições de criação de liquidez, como principalmente da propensão dos agentes por formas líquidas de riqueza. Em segundo lugar, porque tal retorno, a eficiência marginal do ativo com liquidez máxima, fornece o piso para a eficiência marginal de todo o conjunto de ativos.

3. A ênfase na moeda enquanto “causa”, principalmente por representar o *ativo demandado* em função de sua liquidez máxima, não requer que a *oferta de moeda* seja necessariamente exógena. O relevante neste caso é reconhecer que os criadores de substitutos muito próximos da moeda de curso forçado, ao admitirem criá-los em escala crescente, estão se dispondo a assumir posições menos líquidas; i.e., a criação de posições mais líquidas para o público corresponde à disposição daqueles agentes de assumirem posições menos líquidas. Ou ainda, em outros termos, a ampliação da *oferta* de moeda bancária, sem que haja pressão sobre a taxa de juros, requer normalmente uma *redução relativa na demanda por liquidez* dos bancos, a não ser que a AM resolva acomodar passivamente a necessidade de fundos bancários.

Mesmo neste último caso, no entanto, tal opção da AM não precisa necessariamente ser seguida pelos bancos; diante de um aumento de sua preferência pela liquidez, a opção dos bancos será por reduzir a *oferta* de moeda bancária e, em termos relativos, ampliar sua *demand*a por liquidez. Portanto, mesmo a criação privada de moeda (a *oferta* de moeda bancária) está relacionada

– via *portfolio* dos bancos – a uma *demanda por liquidez* de quem a cria; no caso a uma *demanda por moeda* de curso forçado ou por direitos líquidos sobre a mesma, exercida pelos próprios bancos. A maior ou menor intensidade desta relação é função, sobretudo, da preferência pela liquidez daquelas instituições. Por este motivo, mesmo que a taxa básica seja rigorosamente fixada pela AM e toda a *demanda corrente* por liquidez dos bancos seja atendida, ainda assim as taxas de curto prazo não serão exógenas no sentido preconizado pelo horizontalismo.

É a opção por um pensamento *pré-keynesiano*, ainda preso à sobreposição das dualidades exogenia/endogenia e “causa/conseqüência”, que justifica, tanto no caso do monetarismo, como no do horizontalismo, a suposição de que a quantidade de moeda ou a taxa de juros, obrigatoriamente *uma ou outra*, seja exógena. A alternativa de considerar ambas endógenas, perfeitamente compatível com as concepções originais de Keynes e com seus escritos pós-*Teoria Geral*, não poderia se coadunar com tal visão, de viés ortodoxo do ponto de vista metodológico. De fato, interessa neste caso menos a conclusão do raciocínio do que a forma de raciocinar. É esta última que justifica a ênfase das duas correntes na estabilidade da velocidade de circulação da moeda e, principalmente, o destaque que ambas atribuem ao papel da moeda como meio de troca, mesmo que ao final acabem divergindo se ela é causa ou efeito das variações na renda nominal.

Portanto, o importante a reafirmar aqui é que a taxa de juros é endógena principalmente porque o seu valor — ou então o valor do *mark up* que

porventura concorra para a sua formação — é dependente da preferência pela liquidez dos bancos.

4. A tentativa de justificar a plena endogenia monetária como uma forma de corrigir os equívocos e lacunas da análise de Keynes, revela o quanto o horizontalismo tem de débito com a teoria dos fundos de empréstimo e com a noção de poupança como fonte, em última instância, dos recursos para financiar as decisões de investir. A endogenia plena da moeda é vista, nesta análise, como a única forma de dar coerência ao princípio da demanda efetiva, indicando como ocorreria a igualdade *ex ante* entre poupança e investimento e revelando, simultaneamente, o equívoco da “análise keynesiana do multiplicador”.

Mas, ao sugerir, aqui sim equivocadamente, que o multiplicador foi concebido como a forma de viabilizar aquela igualdade, o horizontalismo não erra somente o alvo de sua crítica. Ao mesmo tempo ele desconsidera o verdadeiro problema apontado por Keynes na efetivação das decisões de gasto: o problema da liquidez. E, além disto, restitui a poupança a um lugar de destaque, especialmente na versão em termos reais de seu modelo, na qual se admite até mesmo inverter a causalidade na relação investimento — poupança, contradizendo o sentido originalmente proposto pelo princípio da demanda efetiva.

5. A análise horizontalista contrapõe, também de uma forma equivocada, economias com moeda-mercadoria e com moeda de crédito. No caso da primeira, ela exclui as relações de débito e crédito enquanto forma típica de

ampliar o poder de compra no agregado. No caso da última, tais relações são obviamente incorporadas, mas exclusivamente em sua forma atual, na condição de fornecedoras das bases para a moeda bancária contemporânea. Com isto desconsidera-se que a função meio de pagamento faz parte da própria definição de moeda em qualquer economia mercantil, e que as formas de sua materialização passaram por diversos estágios de evolução, até alcançar sua conformação atual. De fato, “promessas de pagamento” de emissão privada, representando direitos imediatos à moeda em sentido mais restrito, já existiam nos primórdios do capitalismo, e ao longo de sua história foram capazes de substituí-la enquanto meio de circulação, ao menos em determinados momentos do ciclo econômico.

A regulamentação pública destas emissões, com sua conversibilidade na moeda de curso forçado sendo normalmente garantida pela Autoridade Monetária, só poderia contribuir para generalizar o seu uso como meio de circulação, ampliando deste modo o elemento de endogenia que já estava presente anteriormente. No entanto, tal ampliação não elimina o fato que ainda assim se trata de “promessas de pagamento”; i.e., de direitos à moeda em sentido restrito, mas não da moeda propriamente dita. Em suma, não se trata diretamente da própria moeda de curso forçado. Primeiro, porque a garantia pública não é irrestrita; ou seja, a autoridade pública não transfere a agentes privados, de forma ilimitada, o seu poder de agente emissor de moeda. Segundo, porque a conversão daqueles direitos depende dos termos em que o emissor privado consegue honrar o compromisso expresso em sua emissões, e também da confiança dos proprietários destas emissões na sua capacidade de honrá-lo.

São elementos como estes — associados à política de concessão de fundos da AM, à preferência do público por moeda em espécie ou moeda bancária e principalmente por promessas de pagamento à vista ou a prazo, assim como associados à própria preferência pela liquidez dos bancos — que conformam a política destas instituições como emissoras de moeda bancária; enfim, como emissoras de uma promessa de pagamento, que, em função do desenvolvimento institucional, tornou-se capaz de substituir a moeda de curso forçado em ampla escala, mas ainda assim uma promessa de pagamento.

De toda forma, é inevitável reconhecer que o elemento de endogenia se ampliou neste arranjo institucional contemporâneo. O que, no entanto, não significa que os postulados de baixas elasticidades de produção e substituição sejam uma transposição anacrônica dos atributos da moeda-mercadoria para a moeda contemporânea. Do ponto de vista da política econômica, tais postulados refletem, no contexto da moeda de crédito, a posição de Keynes a favor de uma regulação pública da moeda, de forma a viabilizar sua emissão principalmente vinculada à ampliação da circulação industrial. E do ponto de vista teórico, eles traduzem, no caso específico do ativo monetário, a posição mais genérica de Keynes, de vincular o retorno de qualquer ativo à sua escassez relativa. Tal relação, no caso da moeda, apresenta complicações adicionais, derivadas de seu caráter dual, de meio de troca e ativo com liquidez máxima. Isto não só rompe qualquer relação direta entre quantidade de moeda e renda, como torna seu retorno, enquanto ativo, menos sensível à baixa diante de um aumento de sua quantidade. De toda forma, se, por hipótese, a oferta de moeda dispensasse uma regulação pública, estando sua ampliação exclusivamente determinada pelas

pressões de demanda dos agentes privados — isto é, se ela não estivesse submetida a qualquer tipo de escassez, mesmo uma, que, no contexto da moeda de curso forçado, só pode ter um caráter institucional —, é certo que a moeda legal perderia progressivamente seus atributos de liquidez.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDRADE, J. F. (1989), "A Ressurreição da Teoria dos Fundos de Empréstimos e o Motivo Finanças de Keynes", in Amadeo Swaelen, E.J., **John M. Keynes: Cinquenta Anos da Teoria Geral**, IPEA (Série PNPE-20), Rio de Janeiro.
- ARETIS, P. e HOWELLS, P. (1992), "Institutional Developments and the Effectiveness of Monetary Policy", **Journal of Economic Issues**, vol. 26, nº. 1, p. 135-157.
- BELUZZO, L. G. M. e ALMEIDA, J. S. G. (1989), "Enriquecimento e Produção: Keynes e a Dupla Natureza do Capitalismo", **Novos Estudos CEBRAP**, nº. 23, p. 120-127.
- BROWN, C. (1992), "Commodity Money, Credit Money, and the Real Balance Effect", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 15, nº. 1, p. 99-107.
- CAGAN, P. (1990), "A Review of Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money", **Journal of Economic Literature**, vol. 28, p. 696-697.
- CARTER, M. (1989), "Financial Innovation and Financial Fragility", **Journal of Economic Issues**, vol. 23, nº. 3, p. 779-793.

- CARTER, M. (1991-92), "Uncertainty, Liquidity and Speculation: A Keynesian Perspective on Financial Innovation in the Debt Markets", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 14, nº. 2, p. 169-182.
- CARVALHO, F. J. C. (1988a), "Keynes on Probability, Uncertainty and Decision Making", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 11, nº. 1.
- CARVALHO, F. J. C. (1988b), "Keynes, a Instabilidade do Capitalismo e a Teoria Ciclos Econômicos", **Pesquisa e Planejamento Econômico**, vol. 18, nº. 3, p. 741-763.
- CARVALHO, F. J. C. (1990), "Alta Inflação e Hiperinflação: Uma Visão Pós-Keynesiana", **Revista de Economia Política**, vol. 10, nº. 4, p. 62-82.
- CARVALHO, F. J. C. (1992), **Mr Keynes and the Post Keynesians**, Edward Elgar, Aldershot.
- CARVALHO, F. J. C. (1993), "Sobre a Endogenia da Oferta de Moeda: Réplica ao Professor Nogueira da Costa", **Revista de Economia Política**, vol. 13, nº. 3, p. 114-121.
- CHICK, V. (1983), **Macroeconomics After Keynes: A Reconsideration of the General Theory**, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- CHICK, V. (1986), **The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest**, Discussion Paper nº. 86-01 (mimeo), Department of Economics, University College London, Londres, 23 p.

- CHICK, V. (1987), **Speculation, The Rate of Interest and The Rate of Profit**, Discussion Paper nº. 87-01 (mimeo), Department of Economics University College London, Londres, 10 p.
- CHICK, V. (1989a), “A Teoria Geral de Keynes 50 Anos Depois: O Que Resta?”, in Amadeo Swaalen, E. J., **John M. Keynes: Cinquenta Anos de Teoria Geral**, IPEA (série PNPE-20), Rio de Janeiro, p. 33-43.
- CHICK, V. (1989b), **The Evolution of the Banking System and the Theory of Monetary Policy**, Discussion Paper nº. 89-03 (mimeo), Department of Economics, University College London, Londres, 18 p.
- CHICK, V. (1992), “Monetary Increases and Their Consequences: Streams, Backwaters and Floods”, in Chick, V., **On Money, Method and Keynes**, MacMillan, Londres.
- CHICK, V. (1993), “Keynes’s Monetary Theory: A Partial Survey”, **Revista de Economia Política**, vol. 13, nº. 4, p. 125-134.
- COSTA, F. N. (1991), “Moeda Endógena, Taxa de Juros Exógena”, **Anais do XIX Encontro Nacional de Economia**, ANPEC, vol. 4, p. 221-240.
- COSTA, F. N. (1993), “(Im)propriedades da Moeda”, **Revista de Economia Política**, vol. 13, nº. 2, p. 61-74.
- COSTA, F. N. (1994), “Sobre o ‘Horizontalismo’ da Oferta de Moeda: Tréplica ao Professor Cardim de Carvalho”, **Revista de Economia Política**, vol. 14, nº. 1, 142-146.

- COSTA, F. N. (1996), **Relação Micro-Macroeconomia Monetária: O Status Teórico da Preferência pela Liquidez**, Texto para Discussão nº. 55 (mimeo), Instituto de Economia, UNICAMP, Campinas, 19 p.
- COTTRELL, A. (1994), "Endogenous Money and the Multiplier", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 17, nº. 1, p. 111-120.
- DAVIDSON, P. (1972), **Money and The Real World**, MacMillan, Londres.
- DAVIDSON, P. (1977a), "Post-Keynes Monetary Theory and Inflation", in Weintraub, S., **Modern Economic Thought**, University of Pennsylvania Press, Filadélfia, p. 275-293.
- DAVIDSON, P. (1977b), "Money and General Equilibrium", **Economie Appliquée**, vol. 30, nº. 4, p. 541-563.
- DAVIDSON, P. (1981), "A Critical Analysis of Monetarist - Rational Expectation - Supply - Side (Incentive) Economics Approach to Accumulation During a Period of Inflationary Expectations", **Kredit und Kapital**, vol. 32, nº. 4, p. 496-504.
- DAVIDSON, P. (1988), "Endogenous Money, the Production Process, and Inflation Analysis", **Economie Appliquée**, vol. 41, nº. 1, p. 151-169.
- DAVIDSON, P. (1992), **International Money and the Real World**, St. Martin's Press, Nova York.
- DAVIDSON, P. e WEINTRAUB, S. (1973), "Money As Cause and Effect", **The Economic Journal**, vol. 83, p. 1117-1132.

DESAI, M. (1989), "The Scourge of the Monetarists: Kaldor on Monetarism and on Money", **Cambridge Journal of Economics**, vol. 13, p. 171-182.

DILLARD, D. (1989), **A Teoria Econômica de John Maynard Keynes**, Livraria Pioneira Editora, São Paulo.

DOW, S. C. (1988), "Money Supply Endogeneity", **Economie Appliquée**, vol. 41, n^o. 1, p. 19-39.

DYMSKI, G. A. (1992), "A 'New View' of The Role of Banking Firms in Keynesian Monetary Theory", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 14, n^o. 3, p. 311-320.

FEIJÓ, C. A. e CARVALHO, F. J. C. (1992), "The Resilience of High Inflation: Recent Brazilian Failures with Stabilization Policies", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 15, n^o. 1, p. 109-124.

FOLEY, D. K. (1975), "On Two Specifications of Asset Equilibrium in Macroeconomic Models", **Journal of Political Economy**, vol. 83, n^o. 2, p. 303.

FOSTER, G. P. (1986), "The Endogeneity of Money and Keynes's General Theory", **Journal of Economic Issues**, vol. 20, n^o. 4, p. 953-968.

FOSTER, J. F. (1981), "The Reality of the Present and the Challenge of the Future", **Journal of Economic Issues**, vol. 15, p. 963-968.

- FREEDMAN, C. (1993), "In Defense of Footnotes - A Clarification of a Misunderstanding of Keynes's Definition of Money", **Cambridge Journal of Economics**, vol. 17, p. 241-244.
- FRENKEL, R. (1979), "Decisiones de Precio en Alta Inflacion", **Estudios CEDES**, nº. 6.
- FRIEDMAN, M. (1968), "The Role of Monetary Policy", **The American Economic Review**, vol. 58, nº. 1, p. 1-17.
- FRIEDMAN, M. (1976), "Factors Affecting The Level of Interest Rates", in Havrilesky, T. e Boorman, J., **Current Issues in Monetary Theory and Policy**, AHM Publishing Co., p. 362-378.
- FRIEDMAN, M. (1978), "Um Marco Teorico Para El Analisis Monetario", in Gordon, R. J., **El Marco Monetario de Milton Friedman: Un Debate Con Sus Criticos**, Premia Editora, Mexico, p. 13-77.
- FUERST, T. S. (1992), "Liquidity, Loanable Funds, and Real Activity", **Journal of Monetary Economics**, vol. 29, p. 3-24.
- GALBRAITH, J. K. (1972), **A Crise Econômica de 1929: Anatomia de uma Catástrofe Financeira**, Publicações Dom Quixote, Lisboa.
- GALBRAITH, J. K. (1983), **Moeda: De Onde Veio, Para Onde Foi**, Livraria Pioneira Editora (Novos Umbrais), São Paulo.

- GAREGNANI, P. (1989), "Capital and Effective Demand", in Barrère, A., **The Foundations of Keynesian Analysis, Proceedings of a Conference held at the University of Paris I - Panthéon - Sorbonne**, MacMillan, Londres, p. 197-230.
- GEDEON, S. J. (1985-86), "The Post Keynesian Theory of Money: A Summary and an Eastern European Example", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 8, nº. 2, p. 208-221.
- GOLDSCHLAGER, L. M. e BAXTER, R. (1994), "The Loan Standard Model of Credit Money", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 16, nº. 3, p. 453-477.
- GRAZIANI, A. (1991), "La Théorie Keynésienne de La Monnaie et le Financement de L'Économie", **Economie Appliquée**, vol. 44, nº. 1, p. 25-41.
- HAHN, F. (1983), **Money and Inflation**, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- HAYEK, F. A. (1986), **Desestatização do Dinheiro**, Instituto Liberal, Rio de Janeiro.
- HEISE, A. (1992), "Commercial Banks in Macroeconomic Theory", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 14, nº. 3, p. 285-296.
- HICKS, J. (1937), "Mr. Keynes and the 'Classics': A Suggested Interpretation", **Econometrica**, vol. 5, p. 147-159.

- HICKS, J. (1967), "The Two Triads", in Hicks, J., **Critical Essays in Monetary Theory**, Oxford University Press, Londres, p. 1-60.
- HICKS, J. (1978), "Experiência da Moeda e a Teoria Monetária", in Hicks, J., **Perspectivas Econômicas: Ensaio sobre Moeda e Crescimento**, Zahar Editores, Rio de Janeiro, p. 63-121.
- HICKS, J. (1987), **A Crise na Economia Keynesiana**, Editora Revista dos Tribunais (Edições Vértice), São Paulo.
- HICKS, J. (1989), **A Market Theory of Money**, Oxford University Press, Oxford.
- ISAAC, A.G. (1991), "Economics Stabilization and Money Supply Endogeneity in Conflicting Claims Environment", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 14, nº. 1, p. 93-110.
- JARSULIC, M. (1989), "Endogenous Credit and Endogenous Business Cycle", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 12, nº. 1, p. 35-48.
- KALDOR, N. (1986), **The Scouge of Monetarism**, Oxford University Press, Oxford.
- KAPUR, B. K. (1989), "Inflation and Financial Deepening: Comment", **Journal of Development Economics**, vol. 31, p. 379-396.
- KEYNES, J. M. (1971a), **A Tract on Monetary Reform, The Collected Writings of John Maynard Keynes**, vol. IV, MacMillan, Londres.

- KEYNES, J. M. (1971b), **A Treatise on Money, vol. 1, The Collected Writings of John Maynard Keynes**, vol. V, D. Moggridge (ed), MacMillan, Londres.
- KEYNES, J. M. (1971c), **A Treatise on Money, vol. 2, The Collected Writings of John Maynard Keynes**, vol. VI, D. Moggridge (ed.), MacMillan, Londres.
- KEYNES, J. M. (1973), **The General Theory and After: Part I, The Collected Writings of John Maynard Keynes**, vol. XIII, D. Moggridge (ed.), MacMillan, Londres.
- KEYNES, J. M. (1985), **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda + Inflação e Deflação**, Nova Cultural, São Paulo.
- KEYNES, J. M. (1987), **The General Theory and After: Part II, Defence and Development, The Collected Writings of John Maynard Keynes**, vol. XIV, D. Moggridge (ed.), MacMillan, Londres.
- KREGEL, J. A. (1982), "Money, Expectations and Relative Prices in Keynes' Monetary Equilibrium", **Economie Appliquée**, vol. 35, n^o. 3, p. 449-465.
- KREGEL, J. A. (1984/85), "Constraints on the Expansion of Output and Employment: Real or Monetary?", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 7, n^o. 2, p. 139-152.

- KREGEL, J. A. (1985a), "Budget Deficits, Stabilization Policy and Liquidity Preference: Keynes's Post-War Policy Proposals", in Vicarelli, F., **Keynes's Relevance Today**, MacMillan, Londres.
- KREGEL, J. A. (1985b), "Hamlet without the Prince: Cambridge Macroeconomics without Money", **The American Economic Review**, vol. 75, nº. 2, p. 133-139.
- KREGEL, J. A. (1989), "The Multiplier and Liquidity Preference: Two Sides of the Theory of Effective Demand", in Barrère, A., **The Foundations of Keynesian Analysis, Proceedings of a Conference held at the University of Paris I - Panthéon - Sorbonne**, MacMillan, Londres, p. 231-250.
- LAUDADIO, L. (1987), "Commercial Banks: Market Structure and Short-Term Interest Rates", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 9, nº. 4, p. 632-641.
- LAVOIE, M. (1984), "The Endogenous Flow of Credit and the Post Keynesian Theory of Money", **Journal of Economic Issues**, vol. 18, nº. 3, p. 771-797.
- MARSELLI, R. (1993), "Treasury Financing and Bank Lending - Reserves Causality: the Case of Italy, 1975-1990", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 15, nº. 4, p. 571-588.
- MARX, K. (1981), **Zur Kritik der Politischen Ökonomie**, Dietz Verlag, Berlim.
- MARX, K. (1984), **Das Kapital**, vol. I, Dietz Verlag, Berlim

- MEIRELLES, A. J. (1995), "Moeda Endógena e Teoria Monetária da Produção", **Revista de Economia Política**, vol. 15, nº. 3, p. 18-30.
- MESSORI, M. (1991), "Keynes' General Theory and the Endogenous Money Supply", **Economie Appliquée**, vol. 44, nº. 1, p. 125-152.
- MINSKY, H. P. (1957), "Central Banking and Money Market Changes", **Quarterly Journal of Economics**, vol. 71, nº. 2, p. 171-187.
- MINSKY, H. P. (1972), **John Maynard KEYNES**, Columbia University Press, Nova Iorque.
- MINSKY, H. P. (1977), "An 'Economics of Keynes' Perspective on Money", in Weintraub, S., **Modern Economic Thought**, University of Pennsylvania Press, Filadelfia, p. 295-307.
- MINSKY, H. P. (1986), **Stabilizing an Unstable Economy**, Yale University Press, New Haven.
- MINSKI, H. P. (1989), "Financial Structures: Indebtedness and Credit", in Barrère, A., **Money, Credit and Prices in Keynesian Perspective, Proceedings of a Conference held at the University of Paris I - Panthéon - Sorbonne**, MacMillan, Londres, p. 49-70.
- MONGIOVI, G. (1990), "Keynes, Hayek and Sraffa: On The Origins of Chapter 17 of the General Theory", **Economie Appliquée**, vol. 43, nº. 2, p. 131-156.
- MONGIOVI, G. (1991), "Keynes After Hayek and Sraffa: A Reply", **Economie Appliquée**, vol. 44, nº. 2, p. 161-164.

- MOORE, B. J. (1986), "Inflation and Financial Deepening", **Journal of Development Economics**, vol. 20, p. 125-133.
- MOORE, B. J. (1988a), **Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money**, Cambridge University Press, Cambridge.
- MOORE, B. J. (1988b), "The Endogenous Money Supply", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 10, nº. 3, p. 372-385.
- MOORE, B. J. (1988c), "Concluding Comments", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 10, nº. 3, p. 398-400.
- MOORE, B. J. (1988d), "Unpacking the Post Keynesian Black Box: Wages, Bank Lending and the Money Supply", in Arestis, P. (ed.), **Post Keynesian Monetary Economics**, Edward Elgar, Aldershot, p. 122-151.
- MOORE, B. J. (1989a), "A Simple Model of Bank Intermediation", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 12, nº. 1, p. 10-28.
- MOORE, B. J. (1989b), "On the Endogeneity of Money Once More", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 11, nº. 3, p. 479-487.
- MOORE, B. J. (1989c), "The Effects of Monetary Policy on Income Distribution", in Davidson, P. e Kregel, J., **Macroeconomic Problems and Policies of Income Distribution: Functional, Personal, International**, Edward Elgar, Aldershot, p. 18-41.
- MOORE, B. J. (1989d), "Inflation and Financial Deepening: A Reply", **Journal of Development Economics**, vol. 31, p. 397-401.

- MOORE, B. J. (1991), "Money Supply Endogeneity: Reserve Price Setting or Reserve Quantity Setting?", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 13, nº. 3, p. 404-413.
- MOORE, B. J. (1994), "The Demise of the Keynesian Multiplier: A Reply to Cottrell", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 17, nº. 1, p. 121-133.
- MOORE, B. J. (1995), "The Exogeneity of Short-Term Interest Rates: A Reply to Wray", **Journal of Economic Issues**, vol. 29, nº. 1, p. 258-266.
- MOTT, T. (1985-86), "Towards a Post-Keynesian Formulation of Liquidity Preference", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 8, nº. 2, p. 222-232.
- MOURMOURAS, A. e RUSSEL, S. (1992), "Bank Regulation as an Antidote to Price Level Instability: A 'Real Bills' Model that yields 'Quantity Theory' Prescriptions", **Journal of Monetary Economics**, vol. 29, p. 125-150.
- NELL, E. (1990), "The Quantity Theory and the Mark-up Equation", **Economie Appliquée**, vol. 43, nº. 2, p. 33-42.
- NIGGLE, C. J., (1987), "A Comment on the Markup Theory of Bank Loan Rates", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 9, nº. 4, p. 629-631.
- NIGGLE, C. J., (1991), "The Endogenous Money Supply Theory: An Institutional Appraisal", **Journal of Economic Issues**, vol. 25, nº. 1, p. 137-151.

- PALLEY, T. I. (1987-88), "Bank Lending, Discount Window Borrowing, and The Endogenous Money Supply: A Theoretical Framework", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 10, nº. 2, p. 282-303.
- PALLEY, T. I. (1991), "The Endogenous Money Supply: Consensus and Disagreement", **Economie Appliquée**, vol. 13, nº. 397-413.
- PASINETTI, L.L. (1979), **Crescimento e Distribuição de Renda: Ensaio de Teoria Econômica**, Zahar Editores, Rio de Janeiro.
- POLLIN, R. (1991), "Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 13, nº. 3, p. 366-396.
- POSSAS, M. L. (1987), **A Dinâmica da Economia Capitalista: Uma Abordagem Teórica**, Brasiliense, São Paulo.
- POSSAS, M. L. (1993), "Racionalidade e Regularidades: Rumo a uma Integração Micro-Macrodinâmica", **Economia e Sociedade**, nº. 2, p. 59-80.
- POTESTIO, P. (1995), "On The Long-Run Interpretations of Keynes's General Theory", **Economie Appliquée**, vol. 38, nº. 1, p. 5-30.
- ROGERS, C. (1989), **Money, Interest and Capital: A Study in the Foundations of Monetary Theory**, Cambridge University Press, Cambridge.
- ROUSSEAS, S. (1985), "A Markup Theory of Bank Loan Rates", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 8, nº. 1, p. 135-144.

- ROUSSEAS, S. (1986), **Post Keynesian Monetary Economics**, MacMillan, Londres.
- ROUSSEAS, S. (1987), “Rejoinder”, **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 9, nº. 4, p. 642-643.
- ROUSSEAS, S. (1989), “On the Endogeneity of Money Once More”, **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 11, nº. 3, p. 474-478.
- SARGENT, T. J. e WALLACE, N. (1982), “The Real-Bills Doctrine versus the Quantity Theory: A Reconsideration”, **Journal of Political Economy**, vol. 90, nº. 6, p. 1212-1236.
- SILVA, L. A. S. (1989), **A Teoria Quantitativa da Moeda e a Política Monetária**, Tese de Doutorado (mimeo), Instituto de Economia, UNICAMP, Campinas.
- SMITH, B. D. (1988), “Legal Restrictions, ‘Sunspots’, and Peel’s Bank Act: The Real Bills Doctrine versus the Quantity Theory Reconsidered”, vol. 96, nº. 1, p. 3-19.
- STEINDL, J. (1976), **Maturity and Stagnation of the American Capitalism**, Monthly Review Press, Nova Iorque.

- TOBIN, J. (1986), "Financial Innovation and Deregulation in Perspective", in Suzuki, Y. e Yomo, H., **Financial Innovation and Monetary Policy: Asia and the West, Proceedings of the Second International Conference held by the Institute for Monetary and Economic Studies of the Bank of Japan**, University of Tokyo Press, Tokyo, p. 31-42.
- TSIANG, S. C. (1980), "Keynes's 'Finance' Demand for Liquidity, Robertson's Loanable Funds Theory, and Friedman's Monetarism", **The Quarterly Journal of Economics**, vol. 94, nº. 3, p. 467-491.
- WEINTRAUB, S. (1982), "Money-Demand Motives: A Reconsideration", **Economie Appliquée**, vol. 35, nº. 3, p. 361-376.
- WELLS, P. (1983), "A Post Keynesian View of Liquidity Preference and the Demand for Money", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 5, nº. 4, p. 523-536.
- WRAY, L. R. (1989a), "A Review of Basil Moore's Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money", **Journal of Economic Issues**, vol. 23, nº. 4, p. 1185-1189.
- WRAY, L. R. (1989b), "A Keynesian Presentation of the Relations Among Government Deficits, Investment, Saving, and Growth", **Journal of Economic Issues**, vol. 23, nº. 4, p. 977-1002.
- WRAY, L. R. (1990a), **Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach**, Edward Elgar, Aldershot.

- WRAY, L. R. (1990b), "Boulding's Balloons: A Contribution to Monetary Theory", **Journal of Economic Issues**, vol. 24, n.º. 4, p. 1-20.
- WRAY, L. R. (1991), "Saving, Profits, and Speculation in Capitalist Economies", **Journal of Economic Issues**, vol. 25, n.º. 4, p. 951-975.
- WRAY, L. R. (1992a), "Commercial Banks, the Central Bank, and Endogenous Money", **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 14, n.º. 3, p. 297-310.
- WRAY, L. R. (1992b), "Alternative Theories of the Rate of Interest", **Cambridge Journal of Economics**, vol. 16, p. 69-89.
- WRAY, L.R. (1992c), "Alternative Approaches to Money and Interest Rate", **Journal of Economics Issues**, vol. 26, n.º. 4, p. 1145-1178.
- WRAY, L.R. (1993a), "Money, Interest Rates, and Monetarist Policy: Some More Unpleasant Monetarist Arithmetic?" **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 15, n.º. 4, p. 541-569.
- WRAY, L.R. (1993b), **The Origins of Money and the Development of the Modern Financial System**, Working Papers (mimeo), The Jerome Levi Economics Institute, Nova Iorque, 49 p.
- WRAY, L.R. (1995), "Keynesian Monetary Theory: Liquidity Preference or Black Box Horizontalism?" **Journal of Economic Issues**, vol. 29, n.º. 1, p. 273-282.