

LUIZ AFONSO SIMOENS DA SILVA

A TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA E A POLÍTICA MONETÁRIA

*Este exemplar
corresponde ao original
da tese defendida por Luiz
Afonso Simeons da Silva em
14-07-89 e orientada pelo Prof. Dr.
Mário Luiz Possas.*

Tese de doutoramento em Economia
apresentada ao Instituto de Econo-
mia da Universidade Estadual de
Campinas (IE/UNICAMP), sob a orien-
tação do professor doutor MARIO
LUIZ POSSAS.

Campinas, 1989

Si38t

11104/BC

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL

AGRADECIMENTOS.

Minha decisão de entrar para a UNICAMP amadureceu em 1980, quando a dimensão da crise econômica começava a se explicitar para o grosso da sociedade brasileira. Não foi coincidência. Leitor assíduo dos "cepalinos", alguns dos quais foram meus professores na antiga Universidade do Brasil - hoje Universidade Federal do Rio de Janeiro -, eu já me compenetrara da gravidade da situação. Além disso, no início da década eu me encaminhava para os quarenta anos de idade e não via mais sentido em continuar fazendo concessões ao pensamento conservador, base de minha formação.

Nesta década, vivi no interior do aparelho de Estado e fui expectador e participante privilegiado da deterioração das relações de trabalho, à medida que a crise se acentuava. No início, era possível encontrar homens dispostos a lutar: reconhecia-se, por exemplo, a necessidade de dar treinamento de alto nível ao funcionalismo, porque, sem isso, não se poderia enfrentar as exigências externas e internas que se faziam ao País. No final, a aparente vitória do Brasil Cartorial, pequeno, para quem "...não vale a pena tentar, porque não vai dar certo mesmo..."

Hoje é possível encontrar os destroços desse processo. Alguns exibem um sorriso incompatível com sua falta de espaço no futuro; uns poucos, que souberam manter a dignidade, sentem-se perplexos com os rumos de nossa incipiente democracia. A estes, o meu mais profundo agradecimento, não porque me concederam uma bolsa de estudos (muitos deles nem me conhecem), mas porque entenderam as dificuldades de mudar uma sociedade de classes tão marcadas e tão insensível aos ventos da reforma.

Não vejo com otimismo o futuro do País, mas não posso me queixar no plano pessoal. Travei contato com pessoas antes idealizadas por seu domínio da técnica e pude relativizar esse saber à luz de sua dimensão humana. Aprendi a não dividir o mundo em

função de suas inserções ideológicas e a não associar conhecimento com sensibilidade. Meu agradecimento àqueles que, no âmbito da UNICAMP, ajudaram-me a amadurecer essa percepção mais rica da vida.

O orientador de minha tese - Mário Possas - foi uma agradável revelação. Sua cultura e rigor analítico já eram de meu conhecimento, antes mesmo que ele deixasse de ser uma promessa da nova geração de economistas e assumisse seu papel de ativo participante do debate econômico nacional. O novo, no caso, foi nossa crescente empatia. A ele, pela amizade, seriedade e orientação objetiva, meu muito obrigado.

Agradecimentos também são devidos aos colegas de trabalho, que, entendendo a pressão que eu me impunha para concluir este trabalho, pouparam-me de tarefas, disseram-me palavras de estímulo ou me encaminharam nos "mistérios" da informática ...

À mulher Neusa não agradeço: ela é minha sócia num projeto de vida. Afora tolerar-me ao longo dos últimos quinze anos, ainda conseguiu encontrar forças para me apoiar. É bom tê-la a meu lado.

Os filhos Roberto, Marcos e Cristina são o desafio do futuro. Este trabalho tem a pretensão de ajudar um pouco na compreensão dos problemas que nos afligem. E eu gostaria muito de contribuir para a construção de um Brasil melhor para eles.

São Paulo, maio de 1989.

ÍNDICE.

INTRODUÇÃO	5
Primeira parte - A TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA	10
Capítulo I - A TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA NOS 'CLÁSSICOS'..	11
1. A teoria monetária de Ricardo	13
1.1. valor, preço e dinheiro.....	13
1.2. taxa de câmbio	16
1.3. taxa de juros	19
2. O funcionamento do sistema de padrão-ouro	21
2.1. país 'fechado' a transações com o exterior	22
2.2. país 'aberto', com conversibilidade em espécie	23
2.3. país 'aberto', sem conversibilidade em espécie	24
2.4. Síntese	24
3. O debate quantitativista	25
3.1. a rigidez teórica de Ricardo	25
3.2. a entrada de dinheiro na economia	27
3.3. as suposições de Ricardo	30
Capítulo II - A TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA NOS NEOCLÁSSICOS	32
1. Interpretações dadas às equações quantitativas	33

2.	A velocidade de circulação do dinheiro.....	34
2.1.	velocidade de circulação enquanto movimento(fluxo).....	34
2.2.	velocidade de circulação enquanto saldos de caixa(estoque).....	41
3.	a contribuição de Wicksell	49
Capítulo III- A TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA NOS MONETARISTAS		53
1.	Monetarismo 'clássico'; 'velha' Chicago	55
2.	Monetarismo moderno	64
2.1.	a formulação-renda de Friedman	64
2.2.	a taxa de juros	67
2.3.	a taxa natural de desemprego e a política monetária	69
Capítulo IV - ABORDAGENS TEÓRICAS DE AJUSTE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS.....		75
1.	Análise da elasticidade	76
2.	O enfoque da absorção	80
2.1.	transição do enfoque da elasticidade para o da absorção.	80
2.2.	idéias que caracterizam o enfoque da absorção.....	81
2.3.	a questão do ajuste	82
2.4.	ajuste e déficit tipo estoque e tipo fluxo.....	87
2.5.	uma síntese	89
3.	O enfoque Monetário	91
3.1.	transição do enfoque da absorção para o monetário	92
3.2.	suposições	93
3.3.	o modelo	94
Capítulo V - UMA SÍNTESE DA TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA.....		102

Segunda Parte - A CRÍTICA DA TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA.....	107
Capítulo VI - O ANTIQUANTITATIVISMO EM MARX	108
1. Definições	108
1.1. valor	108
1.2. preço	109
1.3. dinheiro	110
2. A questão do entesouramento	112
3. O quantitativismo em Marx	115
Capítulo VII - CRÍTICAS À TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA EM ECONOMIA FECHADA	120
1. A instabilidade da demanda por dinheiro e a velocidade..	120
2. A instabilidade da demanda por dinheiro e a preferência pela liquidez; a taxa de juros	126
2.1. a demanda transacional	126
2.2. a demanda especulativa	127
2.3. a demanda financeira	134
2.4. a demanda precaucional	135
3. A endogeneidade da oferta de moeda; saldos ativos e ociosos	137
4. Endogeneidade, Instabilidade e Ciclo de Negócios	142
4.1. ciclos de negócios e ciclos de investimento.....	142
4.2. fragilidade financeira e política monetária	146
4.3. a subordinação da política monetária	151

5. Algumas questões metodológicas	157
5.1. problemas relativos ao tempo e às expectativas	157
5.2. o papel do dinheiro	162
5.3. a análise monetária de Keynes	166
Capítulo VIII - A CRÍTICA PÓS-KEYNESIANA PARA UMA ECONOMIA	
ABERTA	169
1. Keynes e o padrão-ouro.....	169
2. O pós-keynesianismo	174
2.1. taxas fixas de câmbio	176
2.2. taxas flutuantes de câmbio	177
2.3. mobilidade de capitais e política monetária	178
4. Ajustamento a desequilíbrios externos	181
4.1. a circularidade da equação da renda	182
4.2. a hipótese do pleno emprego	186
4.3. velocidade-renda de circulação do dinheiro constante ...	189
Capítulo IX - CONCLUSÕES	191
1. Valor	191
2. Entesouramento	191
3. Dinheiro: preços e câmbio	193
4. Política monetária: expectativas, instabilidade, endogeneidade	196
5. A taxa de juros	200
6. Modelos de ajuste externo	202
BIBLIOGRAFIA	206

INTRODUÇÃO.

A finalidade desta pesquisa é a de fazer uma crítica de corte pós-keynesiano à teoria quantitativa da moeda em suas duas vertentes analíticas. De um lado, abordam-se os desequilíbrios internos (inflação e desemprego); de outro, os desequilíbrios externos, que se manifestam nas abordagens teóricas de ajuste do balanço de pagamentos (enfoques da elasticidade, da absorção e monetário).

O trabalho consta de duas partes. Na primeira, os aspectos mais relevantes do quantitativismo são apresentados numa sequência tradicional. Parte-se dos "clássicos" (capítulo I): põe-se um marco, ainda que arbitrário, para o início do debate na Inglaterra do início do século XIX. Com sua postura monetarista, que atribuía a inflação da época a uma emissão excessiva de papel-moeda pelo Banco da Inglaterra e a uma proibição de conversão desse papel-moeda em ouro, Ricardo dominou o ambiente intelectual da época. Mais do que isso: lançou as bases de uma forma de pensar a economia que não se alterou nem mesmo quando da passagem da moeda-mercadoria ao papel-moeda de curso forçado.

O centro de sua argumentação está na exigência não apenas de uma circulação do papel-moeda resgatável em ouro, mas também numa relação rígida entre o papel-moeda e o ouro; a emissão de notas deveria flutuar automaticamente com as variações no estoque do metal. É neste sentido que se pode dizer que não havia nele o conceito de entesouramento, que sua teoria era quantitativa e que envolvia dinheiro exógeno.

Com o advento dos neoclássicos (capítulo II), a discussão monetária fica muito centrada nas variáveis que compõem as equações quantitativas e no papel que elas representam para o entendimento do nível dos preços e do emprego. O respeito à herança "clássica", que atribui pouca importância analítica à taxa de ju-

ros, é o responsável pela sua fraqueza estrutural, ao menos até o advento de autores como Fischer e Wicksell. A construção por estes economistas de modelos de ciclos de negócios (ciclos de crédito) baseados no comportamento da taxa de juros - esta grande variável 'oculta' das equações quantitativas - vai apontar para caminhos mais ricos e abrir espaço ao advento de Keynes e das expectativas.

O monetarismo de Chicago (Capítulos III e IV) é dividido em dois períodos bastante distintos: na fase anterior a Friedman, quando a preocupação era a de tirar o capitalismo da grande depressão dos anos trinta, observa-se a emergência de uma atilada percepção da instabilidade orgânica desse sistema; a partir de Friedman, já superada a fase depressiva, os esforços voltam-se aos estudos acerca do papel do Estado na formação das expectativas inflacionárias e do nível da atividade econômica. Como decorrência dos estudos de Friedman, que redespertaram o interesse pelo debate monetário, Robert Mundell e Harry Johnson reintroduzem, também, o enfoque monetário do balanço de pagamentos nos círculos acadêmicos. Isso e mais os problemas práticos impostos aos técnicos do Fundo Monetário Internacional (FMI) - ao enfrentar desbalanceamentos externos, principalmente de países subdesenvolvidos -, levaram ao surgimento de inúmeros estudos daquele organismo. Faz-se, conseqüentemente uma revisão teórica de artigos básicos como o modelo de J.J. Polak de 1957 e seus desenvolvimentos posteriores por técnicos do próprio FMI, o que tem a ver com o ajuste executado pelo Brasil nos anos oitenta.

Uma síntese das principais conclusões da TQM acerca da exogeneidade da moeda, da estabilidade atribuída ao capitalismo, da inexistência do conceito de entesouramento e das políticas monetárias adequadas está no capítulo V.

A segunda parte do trabalho é uma tentativa, ainda que não exaustiva, de fazer uma crítica geral àqueles pressupostos que fundamentam a corrente dominante.

A entrada de Marx nesse debate vai-se dar, somente, na segunda metade do século passado (capítulo VI). Nos "Grundrisse" e especialmente na "Contribuição à Crítica..." ele vai desenvolver seu antiquantitativismo, que vai bem além das teses da Escola Bancária, que se opunha a Ricardo. Procura-se demonstrar que a sua concepção geral da moeda é inteiramente oposta à da teoria quantitativa e que sua argumentação, enquanto fundada no padrão-ouro, é inequivocamente sólida. O problema que se coloca é quanto ao caráter de generalidade de sua teoria, na passagem a um padrão-papel puro. Brunhoff coloca a pergunta: "...pode-se dizer (...) que Marx, resolutamente antiquantitativista quando trata da moeda metálica, torna-se quantitativista quando analisa o papel moeda?"

Em síntese, este tópico está voltado a dois objetivos maiores:

- o primeiro, dedicado ao 'acerto' entre Ricardo e Marx. Para aquele, a única determinação do dinheiro é a de ser meio circulante, o que exclui a possibilidade de entesouramento como forma de compatibilizar a soma de preços das mercadorias e a massa do meio circulante e permite-lhe considerar a esta como dada num determinado momento. Para este, o desenvolvimento e hierarquização das três determinações do dinheiro levaram-no a definir a categoria tesouro por exclusão (ad hoc), respondendo ele pelo montante exatamente exigido para "fechar" a quantidade do metal com as necessidades da circulação;
- o segundo, voltado à passagem da moeda referida ao metal para o papel-moeda, o que pressupõe o entendimento do crédito. O tesouro, que primitivamente era constituído de metais preciosos, foi se acumulando nos bancos, que passaram a fazer emissões ex-nihilo, em resposta a uma demanda por contratos. É neste sistema bancário emissor e não meramente intermediador entre depositantes e tomadores de empréstimos, que será posta com clareza a endogeneidade da moeda em Marx.

Embora começando pela cerrada oposição de Marx a Ricardo, assumiu-se uma clara opção por uma abordagem pós-keynesiana (capítulos VII e VIII). Os autores filiados a esta vertente seguramente mostram um ataque mais direto ao quantitativismo, particularmente quanto à forma de entrada do dinheiro na economia, à instabilidade do sistema e ao papel que aí cumprem as taxas de juros e as expectativas.

Ao invés de enfatizar uma oferta exógena de moeda como causa primária de instabilidade econômica, como quer o modelo monetarista (impactos negativos sobre o balanço de pagamentos são vistos como consequência do déficit fiscal financiado por crédito interno), tenta-se revitalizar a taxa de juros no funcionamento de uma economia monetária. Central a esse enfoque é a aceitação da instabilidade da demanda por dinheiro e a endogeneidade da oferta de moeda (em economia "fechada" e "aberta"), em termos das respostas das instituições financeiras para diferentes condições econômicas.

No geral, o que se tenta provar é que a aceitação ou não de abordagens quantitativistas rebate para a execução das políticas monetárias nos seguintes termos:

- em Ricardo e sucessores inexiste a idéia de entesouramento, seguindo-se naturalmente a conclusão de que o dinheiro entra na economia de forma exógena. A teoria quantitativista enunciada na vigência de um sistema de moeda-mercadoria exalta, portanto, o papel da oferta monetária. Sua rigidez teórica esteriliza-se num quantitativismo estreito, que se exaure em propostas de políticas monetárias ativas (síntese neoclássica) ou estáveis (friedmaniana);

- em Marx, ao contrário, o tesouro é visto como um resíduo. Afora as aplicações do ouro como mercadoria em certos processos industriais, haveria uma retenção de todo o metal que redundasse da circulação, sendo esta determinada pela soma dos preços das mercadorias e pela velocidade de circulação. Esta tese antiquantitativista exalta os aspectos ligados à demanda monetária. A políti-

ca monetária é passiva. O conceito de entesouramento posto por definição contribui para enclausurar o debate;

- em Keynes e nos pós-keynesianos há a admissão de um entesouramento parcial ou, o que é mais correto, percebe-se que o conceito de entesouramento deve ser mediado pela noção de expectativas, chegando-se à mais relevante noção de "propensão a entesourar". O sentido geral da economia capitalista aponta para uma oferta endógena de moeda que depende da articulação entre os bancos e os clientes. Agora, há uma certa ambiguidade nessa endogeneidade, face ao papel da autoridade monetária, que traz sérios reflexos ao reequilíbrio interno e externo dos diversos países. Essa me parece ser a vertente analítica relevante, por que relativiza o poder dos bancos centrais em buscar a estabilidade dos preços e os subordina às práticas de política das nações emissoras do padrão monetário mundial.

PRIMEIRA PARTE

A TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA

CAPÍTULO I

A TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA NOS "CLÁSSICOS".

A inflação inglesa do início do século XIX ocorreu num período que combinou as prolongadas guerras com a França, o impulso vigoroso da revolução industrial, o crescimento populacional, a urbanização e uma anormal concentração de safras agrícolas ruins. Foi também nessa época que as notas de banco começaram a competir com a moeda metálica na circulação cotidiana, o que levou os pensadores da época a se preocuparem com os efeitos inflacionários envolvidos com a emissão de papel-moeda.

Enquanto as notas de banco fossem resgatáveis em ouro pelo Banco da Inglaterra (designado, a seguir, apenas por Banco), a situação não afetava a análise monetária. Quando, porém, em 1797, foi suspenso o pagamento em espécie ("Bank Restriction Act"), face ao pânico que envolveu os portadores de letras do Banco, decorrente da grande perda de ouro a partir de 1794, houve necessidade de se reavaliar as idéias acerca de moeda e bancos.

Em 1800/1, o valor das mercadorias caiu acentuadamente em termos do ouro e prata negociados nos mercados de câmbio estrangeiros. No período que se seguiu até 1810, uma explicação monetária para a taxa de câmbio tornou-se central para a Economia Política, desaguando no "Bullion Committee's Report".

A "controvérsia bullionista" dividiu o campo do debate em duas forças: de um lado, os "bullionistas" Thornton e Ricardo, principalmente, que atribuíam a elevação do preço do ouro em barra à má gestão da moeda exercida pelo Banco, isto é, a uma emissão excessiva de papel de crédito; de outro, os "antibullionistas", que descartavam de culpa os administradores do Banco atribuindo as pressões inflacionárias a causas conjunturais derivadas de uma situação anômala de guerra.

Na introdução a "Proposals for an Economical and Secure Currency", de 1816, Ricardo explicitou as principais questões a serem discutidas pelo Parlamento, à época: (1) se o Banco da Inglaterra deveria ser obrigado a pagar suas notas em espécie (metal) à demanda dos possuidores; (2) se deveria haver alguma alteração no relacionamento entre o Governo e o Banco, para a administração da dívida pública; e (3) se o público deveria receber alguma compensação pelos depósitos mantidos no Banco e dos quais ele derivava seus lucros.

A primeira questão, de longe a mais importante, recebeu atenção menor no panfleto em questão. Seu desenvolvimento mais aprofundado está em trabalhos anteriores: "The High Price of Bullion - A Proof of the Depreciation of Bank Notes", de 1810 (re-portar-me-ei à 4a. edição de 1811), e "Reply to Mr. Bosanquet's Practical Observations on The Report of the Bullion Committee", de 1811. Esta discussão estará no centro de minhas observações. Não me deterei nos dois outros aspectos.

Procurarei mostrar neste capítulo qual o sentido preciso do quantitativismo em Ricardo, o que passa, inexoravelmente, pela inexistência do conceito de entesouramento. Desenvolverei, no capítulo VI, a crítica (correta) que Marx faz à teoria ricardiana do valor, mas procurarei mostrar que essa crítica representa um "desvio de questão", quando se trata de analisar a teoria monetária de Ricardo. O problema, enfim, estaria na compreensão do papel do entesouramento, que também não teria sido suficientemente esclarecido em Marx. Que o marxismo centrou-se na forma que ele assume, mas que não se perguntou acerca de sua natureza.

1. A TEORIA MONETÁRIA DE RICARDO.

1.1. Valor, Preço e Dinheiro.

Falar em preço e dinheiro em Ricardo passa por algumas considerações acerca de sua teoria do valor, porque ora ele fala em valor, ora em preço do ouro em barra. "A quantidade de metal empregada como dinheiro, ao efetuar os pagamentos de qualquer país particular que use dinheiro metálico; ou a quantidade de metal pela qual o papel-moeda é substituído, se o papel-moeda for parcialmente ou totalmente usado, deve depender de três coisas: primeiro, de seu valor; segundo, do montante ou valor dos pagamentos a serem feitos; e, terceiro, do grau de economia praticada ao efetuar aqueles pagamentos (...). E se um país uniformemente emprega o mesmo metal como padrão a quantidade de dinheiro exigida terá que ser uma proporção inversa ao valor daquele metal" (Ricardo, 1810, p. 55/6).

Se sobe a dificuldade de extração do metal, sobe também seu valor. A quantidade do metal para moeda cairá e se toda a circulação for de papel, este deve cair na mesma proporção, para sustentar seu valor em barra. Inversamente, se o valor do metal cai (comparado com as outras mercadorias), a quantidade de metal para dinheiro deve subir proporcionalmente e, com ele, sobe também a quantidade de papel-moeda. Se, por outro lado, sobe o número de transações, mantido inalterado o valor do metal em barra, o valor do dinheiro sobe com relação ao valor da barra, "... a menos que a quantidade seja aumentada, seja pela adição de papel, seja pela procura de barra a ser cunhada em dinheiro". Haverá mais mercadorias compradas e vendidas, mas com preço menor. "O valor do dinheiro, então, não depende inteiramente de sua quantidade absoluta, mas de sua quantidade relativamente aos pagamentos que ele tem que atender; e os mesmos resultados seriam alcançados de qualquer uma de duas causas - do aumento dos usos do dinheiro um

décimo - ou da diminuição de sua quantidade um décimo; porque, em qualquer um dos casos, seu valor teria subido um décimo" (idem).

Independentemente de toda contradição que emerge de sua teoria do valor, onde o valor de troca deriva da escassez e da quantidade de trabalho incorporado - assunto que Marx vai dissecar, conforme se verá no capítulo VI - não parece problemático, por ora, aceitar-se o conceito ricardiano de valor de troca, de modo a não confundir o entendimento do padrão-ouro. Assim, onde se lê valor em Ricardo, leia-se preço relativo.

Não se pode esquecer que uma das preocupações de Ricardo era a de demonstrar que mesmo com diferentes composições de capital e trabalho, a teoria do valor-trabalho poderia ser modificada para mostrar uma relação sistemática entre trabalho incorporado e valor de troca (Hunt, 1978, p.123/30). A disparidade entre os preços e as quantidades de trabalho incorporado - isto é, a passagem entre valor-trabalho e preço relativo - era explicada pelas alterações nos lucros frente a modificações de salários.

Sua visão do papel do dinheiro era mais problemática. Dinheiro seria, apenas, uma mercadoria usada com a finalidade de "lubrificante" do sistema econômico. Dinheiro não era capital; capital tinha sentido de coisa produtiva. "Os produtos são sempre comprados com outros produtos ou com serviços. O dinheiro é apenas o meio pelo qual se efetua a troca" (Ricardo, 1817, pg.198). Sua admissão implícita de um lado "real" e um lado "monetário" implicava a crença de que variações na quantidade de dinheiro explicavam variações absolutas dos preços.

A moeda perfeita teria que ser absolutamente invariável em valor, mas como isto era impossível, ele advogava o ouro e a prata como padrões porque suas variações de valor seriam triviais se comparadas às variações das demais mercadorias. A idéia de um meio circulante sem qualquer padrão específico levaria a moeda a grandes variações e não à estabilidade, face à ignorância ou ao

interesse a que os emissores poderiam sujeitá-la.

Foi, também, fervoroso defensor do uso do papel-moeda, arrolando entre as vantagens de seu uso a de poder ser alterado em quantidade, conforme as necessidades do comércio. Só exigia a limitação de sua quantidade através da plena conversibilidade em metal em barras, não em moeda metálica. "O objetivo que tenho em vista seria em grande medida atingido se o Banco fosse obrigado a entregar lingotes não cunhados em troca de suas notas ao preço e padrão de qualidade estabelecidos pela Casa da Moeda, embora não fosse obrigado a comprar qualquer quantidade de lingotes que lhe fosse oferecida a preços a serem fixados, especialmente se a Casa da Moeda permanecesse aberta ao público para cunhagem de dinheiro: pois essa norma é meramente sugerida para evitar que o valor do dinheiro se desvie do valor do lingote mais do que a pequena diferença entre os preços a que o Banco poderia comprar e vender, o que significaria aproximar-se daquela uniformidade no seu valor que se reputa tão desejável" (Ricardo, 1817, p.242).

Os planos desenvolvidos no "Proposals" envolvem a compra, pelo Banco, de qualquer quantidade de ouro acima de 20 onças a um preço determinado e a venda, pelo Banco, de qualquer quantidade de ouro. Também deveria haver perfeita liberdade à exportação e importação de ouro em barra. Tudo, é claro, com o objetivo de manter o valor do papel-moeda.

O remédio que ele propõe para a moeda é que o Banco deveria gradualmente diminuir o montante de suas notas em circulação até que os preços da barra de ouro e prata descessem para o nível de seu preço de cunhagem (Ricardo, 1810/11, p. 94). Sua proposta requer que o Banco faça uma retirada gradual das notas em circulação, sem obrigá-lo a pagar em espécie, num primeiro momento, e cedo o preço de mercado do ouro cairia a seu preço de cunhagem, com todas as mercadorias experimentando redução similar. A taxa de câmbio ficaria dentro daqueles limites que envolvem, apenas, diferenças ligadas a despesas de viagem e seguro e de concorrên-

cia entre os mercados de metais preciosos.

Apesar das vantagens de uma circulação metálica, ela estaria sujeita a "desordens". As moedas poderiam ser adulteradas (raspadas) levando a alta nos preços, por exemplo. Além disso, como o meio circulante era quase todo de papel, seria do interesse geral protegê-lo contra a depreciação, o que não estaria sendo feito à sua época, porque o Parlamento, ao restringir o pagamento em espécie, possibilitou aos condutores do assunto o acréscimo ou decréscimo da quantidade de suas notas sem temer pela segurança de seus estabelecimentos bancários. "Todo aumento em sua quantidade degrada-o abaixo do valor da barra de ouro e prata, abaixo do valor da moeda de outros países" (Ricardo, 1810-1811, p.78).

A moeda é uma mercadoria como qualquer outra. Por isso, não se admite que o governo permita sua desvalorização - com as perdas consequentes para todos os possuidores de moeda -, mas não a sua valorização, com os lucros que traria: "Os emissores de papel moeda deveriam regular suas emissões somente pelo preço da barra e nunca pela quantidade de seu papel em circulação. A quantidade não pode nunca ser muito grande nem muito pequena, enquanto preservar o mesmo valor como padrão" (Ricardo, 1816, p.64).

O dinheiro, na verdade, deveria inclusive ser um pouco mais valioso que a barra, para compensar todas as despesas de corretagem e cunhagem, no caso de uma moeda próxima à perfeição. Na época dele, entretanto, ocorria o inverso: o valor do ouro em barra era maior que o preço de cunhagem (valor da moeda metálica), o que implicava meio circulante depreciado.

1.2. A Taxa de Câmbio.

O mundo analisado por Ricardo envolvia inúmeros países, todos eles sustentando seus meios circulantes em metais preciosos,

embora emitindo papel-moeda para os propósitos práticos da circulação cotidiana. Como explicar, então, as variações da taxa de câmbio, isto é, as alterações no valor comparativo do dinheiro em diferentes países?

Não seria, por certo, relacionando valor do dinheiro com massa de mercadorias de qualquer país. "Jamais se pode determinar a taxa de câmbio pela estimativa do valor comparativo do dinheiro em trigo, tecido ou qualquer mercadoria, mas sim pela estimativa do valor da moeda de um país em relação à moeda de outro" (Ricardo, 1982, p. 111).

Se a taxa de câmbio é desfavorável à Inglaterra com relação a Hamburgo, como provar que foi o dinheiro inglês que baixou ou o dinheiro hamburguês que subiu? "Não há padrão pelo qual isso possa ser determinado. É um argumento que não admite prova e que não se pode nem afirmar nem contradizer positivamente. As nações do mundo devem ter se convencido há muito tempo de que não existe na natureza nenhum padrão de valor ao qual pudessem referir-se sem erro e, portanto, escolheram um meio que, no conjunto, lhes pareceu menos suscetível de variação do que qualquer outra mercadoria" (Ricardo, 1817, p.112). Não está Ricardo no plano da teoria do valor, mas sim preocupado em explicar as diferentes cotações que o ouro e a prata em barra ou amoadados assumiam nos mercados mundiais e, mais particularmente, a depreciação do papel-moeda frente ao metal.

Sua explicação para a queda na taxa de câmbio está na não conversibilidade imposta pelo "Bank Restriction Act" e na emissão excessiva pelo Banco. Se um comerciante levasse "130 legítimas libras esterlinas inglesas" (metálicas, portanto) para Hamburgo ao custo de 5 libras, lá ele deveria receber o equivalente a 125 libras em moeda local. Se, no entanto, ele tivesse uma letra contra a Inglaterra, no valor de 130 libras e não pudesse comprar mais do que outra letra de 100 libras contra Hamburgo, isto seria uma clara indicação da depreciação do papel-moeda inglês: a taxa

de câmbio seria 30% contrária à Inglaterra.

Para o "Bullion Committee", assim como para Ricardo, "uma grande circulação de papel e uma moeda abundante, são afirmadas como sendo as causas da atual baixa taxa de câmbio nominal; e eles confiantemente prevêem que uma redução de sua quantidade, como no ano de 1797, aumentará o câmbio e por esta forma tornará a importação da barra rentável" (Ricardo, 1811, p.169).

A política a ser seguida pelo Banco seria a de levantar todas as restrições à plena conversibilidade em espécie. As variações na taxa de câmbio, nesse caso, jamais excederiam, por qualquer período de tempo, as despesas de transporte e seguro dos metais preciosos de um país para outro, de acordo com o primeiro "princípio" do Comitê (idem, p.163).

A crítica - correta a meu ver - que Ricardo faz a Bosanquet é a de que o princípio "...é verdadeiro quando aplicado às trocas em geral de qualquer país, mas é falso se a taxa de seu câmbio for considerada com um país somente. É possível que seu câmbio com um país particular possa ser permanentemente desfavorável, em consequência de uma continuada demanda por barra, mas isto não prova que seu estoque de moeda e barra esteja diminuindo, a menos que seu câmbio fosse desfavorável também com outros países" (idem, p.170/1). Daí ele conclui que a "Espanha, por exemplo, que é a grande importadora de barra da América, jamais pode ter um câmbio desfavorável com suas colônias; e como ela deve distribuir a barra que recebe entre as diferentes nações do mundo, só raramente ela pode ter um câmbio favorável com os países com os quais negocia" (idem).

Aqui me parece claro o automatismo da visão de Ricardo. A expressão "ela deve distribuir" dá uma forte impressão de interdependência - que, aliás, existia no padrão-ouro - mas escamoteia a questão principal: a Espanha não desenvolveu suas próprias manufaturas por dispor de excedentes metálicos; daí seus déficits

com outras nações. Não parece lícito confundir comércio entre nações soberanas - o que justifica os termos importação e exportação - e o relacionamento entre metrópole e colônia, que é, basicamente, de natureza exploratória. No fim de sua vida, aliás, ele reconhece este fato ao rever sua teoria do comércio internacional. Marx (1857) é mais atilado a respeito: "Ali onde o dinheiro não deriva da circulação - como em Espanha - senão que se encontra diretamente, empobrece a nação, enquanto que aquelas nações que devem trabalhar para arrancá-lo aos espanhóis desenvolvem as fontes de riqueza e se enriquecem realmente".

1.3. A Taxa de Juros.

Há nas teorias clássicas da taxa de juros uma dicotomia clara entre teoria monetária e teoria real. Seguindo Ricardo, elas centram-se no estudo das teorias do valor e da distribuição e no equilíbrio competitivo de longo prazo. A taxa de juros para empréstimos de longo prazo era vista como o produto da interação da demanda dos empresários por capital para investimento e da oferta de recursos reais disponíveis de capital, o que equivale a dizê-la dependente da produtividade marginal do capital e da existência de poupanças brutas. "Em resumo, a taxa real de juros era uma função das forças exógenas gêmeas da produtividade e da parcimônia" (Deane, 1980, p. 212). Em tal contexto, a política monetária não contava, pois a longo prazo a moeda era irrelevante.

Para o curto prazo, houve necessidade de se desenvolver uma teoria de um mercado de crédito, onde a taxa de juros era função da demanda e oferta de fundos disponíveis para empréstimos. O equilíbrio monetário, no caso, passava a depender de a taxa de retorno do capital fixo (uma questão de longo prazo) ser equivalente à taxa de retorno de mercado dos fundos disponíveis para empréstimos (uma questão de curto prazo). Isso conectava de uma forma inexplicada, o mercado de bens ao mercado monetário.

A grande lacuna dessa concepção repousa no tratamento subalterno, analiticamente, dado à taxa de juros. O teórico quantitativista ricardiano (ortodoxo) não via qualquer possibilidade de descolamento por muito tempo da taxa de juros de mercado daquele que seria seu nível natural. A implicação da doutrina da teoria quantitativa ortodoxa, por exemplo, era a de que um acréscimo de moeda no primeiro momento - mas só no primeiro momento - levaria a uma queda na taxa de juros e acréscimo nos preços (e vice-versa). Como o aumento de preços se daria em todas as mercadorias, não ficaria afetada a taxa de lucro. E tampouco a taxa de juros. A evidência empírica, no entanto apontava para outro lado: geralmente a taxa de juros era baixa (alta) quando os preços caíam (subiam).

Descartada a taxa de juros, ficou entronizado o teorema quantitativo, inclusive para análises do curto prazo, onde os preços são apenas uma relação entre a quantidade de moeda e a quantidade de bens; se aquela sobe e esta não, o quociente cresce na mesma proporção que o numerador. Essa "metafísica barata", nas palavras de Simonsen (1979, p. 190), durou até o fim do século XIX, quando a abordagem wickselliana passou a dar um tratamento mais adequado à taxa de juros.

A questão da determinação da taxa de juros não seria essencial, portanto, à primeira vista. Não haveria, inclusive, divergências substanciais entre Ricardo e Marx. "A taxa de juros aparece em Ricardo apenas como um fenômeno subordinado à taxa de lucro e governada por esta. Nenhum papel particular é atribuído a ela, afora aquele de distribuir os lucros entre aqueles que emprestam dinheiro e aqueles que assumem o risco e aborrecimentos de empregar capital na produção" (Garegnani, 1978, p.339).

Sua importância emerge pela postura "monetarista" assumida por Ricardo: ela não poderia ser controlada pelos bancos centrais por ser função primordial da taxa de lucro esperada pelos capitalistas. Só subsidiariamente e por períodos curtos ela seria afetada.

tada pela oferta/demanda de dinheiro. Qualquer controle, portanto, seria sobre a quantidade de dinheiro, o que equivaleria a uma retirada gradual do papel-moeda em circulação, de forma a reverter a depreciação que incidia sobre a taxa de câmbio e o meio circulante.

2. O FUNCIONAMENTO DO SISTEMA DE PADRÃO-OURO.

Desenvolvendo a vertente quantitativista da "Controvérsia Bullionista", entenda-se que a disparidade entre o preço maior do ouro em barra ("bullion") e seu preço de cunhagem ("mint") seria devida à proibição do Banco de converter papel-moeda em ouro (1797). Não fosse isso, a arbitragem própria de mercados livres de qualquer tipo de intervenção agiria da seguinte maneira: se o preço do ouro em barra estivesse alto com relação ao preço de cunhagem, as pessoas levariam papel-moeda ao Banco trocando-o por moedas, as quais seriam fundidas e vendidas como barras (ou exportadas). As notas supérfluas sairiam de circulação e o preço de mercado do ouro em barra e seu preço de cunhagem chegariam ao equilíbrio. Com isso, o Banco jamais poderia emitir uma quantidade excessiva de papel-moeda.

Com o ato de restrição, a emissão de papel-moeda teria ficado sujeita, apenas, à moderação do Banco, uma vez que, enquanto ele estivesse disposto a emprestar, sempre haveria tomadores de empréstimos eliminando quaisquer limites à emissão. Para estancar a depreciação do papel-moeda, o Banco teria que cobrar dos comerciantes o pagamento dos empréstimos vencidos, não renovando-os até que a escassez do meio circulante elevasse seu valor até ao par com o ouro.

Suponha-se que o meio circulante de um país tem ouro e papel-moeda. Três são as alternativas:

2.1. O país é "fechado" a transações com o exterior.

Neste caso, se o meio circulante subisse porque a quantidade de papel-moeda aumentou, a consequência seria a queda do valor unitário de todo o meio circulante e não apenas o do papel-moeda. Subiria o preço das mercadorias, estimado seja em moedas de ouro ou em papel-moeda, porque a mesma mercadoria poderia comprar, após o aumento de papel-moeda, um maior número de onças de moedas de ouro, devido a ser trocada por maior quantidade de dinheiro.

Além disso, havendo conversibilidade de moeda cunhada em metal em barra, mesmo que a lei não o permitisse, o valor da moeda cunhada e o da barra logo se aproximariam da perfeita igualdade, em função da arbitragem. "Se uma mercadoria fosse vendida, em consequência da emissão de papel, por mais moedas de ouro, ela também seria vendida por mais ouro em barra. Não pode, portanto, ser correto dizer que o valor relativo da barra de ouro e das mercadorias seria o mesmo tanto depois como antes do aumento do papel" (Ricardo, 1811, p.211).

Havendo conversibilidade entre papel-moeda, moeda metálica e metal em barra, no caso de um país sem transações com o exterior, haveria inflação sempre que houvesse emissão de papel-moeda. Neste caso, a depreciação do papel-moeda implicaria perda do valor da moeda metálica - já que ambos mantêm uma relação fixa de troca - e do metal em barra, face à arbitragem entre estes.

A perda de valor do ouro levaria ao fechamento das minas, face à queda nas margens de lucro do negócio, até que sua escassez - derivada da retirada de circulação do papel-moeda e da moeda que foi fundida para se transformar em barra - começasse a recompor seu valor (preço relativo) frente às outras mercadorias. O resultado final seria o da recomposição do valor do ouro (valor

que subsistia antes da emissão de papel-moeda).

2.2. O país é "aberto" a transações com o exterior, havendo convertibilidade em espécie.

Neste caso, se o meio circulante subisse porque a quantidade de papel-moeda subiu, haveria uma exportação de ouro. O processo de arbitragem, em verdade, impediria um excesso de dinheiro, através do seguinte esquema automático: aumento na emissão de notas pelo Banco levaria a meio circulante redundante, com consequente depreciação do papel-moeda. Subiria a procura de ouro em barra, como reação defensiva do público, elevando seu preço. As pessoas trocariam o papel-moeda por ouro amoldado e o levariam à fundição, exportando o ouro em barra em seguida. As notas supérfluas saíam de circulação e o preço de mercado do ouro em barra e seu preço de cunhagem chegariam ao equilíbrio. Com isso, o Banco jamais poderia emitir uma quantidade excessiva de papel-moeda. "Deste ponto de vista, então, parece que a tentação de exportar dinheiro em troca por bens, ou o que é chamado de balança comercial desfavorável jamais surge a não ser por uma moeda redundante" (Ricardo, 1810-1811, p.59).

Falta na circulação também não faria sentido, a não ser numa situação de aniquilamento ou limitação de papel-moeda. Isto, muito rapidamente, levaria a importação de metal em barra - devido ao acréscimo do valor do papel-moeda, em consequência da diminuição do meio circulante-, o qual seria invariavelmente atraído para o mercado menos vantajoso. O aumento do ouro em barra sancionaria novas emissões de papel-moeda, recompondo a magnitude do meio circulante necessária à estabilidade dos preços.

2.3. O país é "aberto" a transações com o exterior, mas não há conversibilidade em espécie.

Se o pagamento em espécie fosse impedido pelo Banco - como ocorreu com o "Bank Restriction Act", de 1797 - haveria queda na taxa de câmbio.

Suponha-se que o país tem mil onças de ouro em barra e outras mil sob a forma de moeda cunhada e que sua taxa de câmbio com os demais países está ao par; isto é, que o valor do ouro no exterior é exatamente o mesmo que no interior do país e, portanto, que não há vantagens em exportá-lo ou importá-lo.

Se este país emitisse papel-moeda de curso forçado - sem conversibilidade em espécie, portanto - em montante que representasse mil onças a mais de ouro, o valor do ouro em barra teria que cair no país, possibilitando sua exportação. A sequência lógica seria: sobe a quantidade de papel-moeda; cai o valor do papel-moeda e, portanto, o da moeda cunhada; a moeda cunhada é fundida; sobe a quantidade de ouro em barra; cai o valor do ouro em barra relativamente ao ouro em barra dos outros países e, também, relativamente às mercadorias do país; o diferencial de valor do ouro em barra no país e no exterior sobe de forma a pagar as despesas de transporte; ou, em outras palavras, até que a taxa de câmbio caia ao preço pelo qual se possa pagar tais despesas.

2.4. Síntese.

No caso hipotético de um país "fechado", um acréscimo no meio circulante, derivado de emissão de papel-moeda, se resolve com a desvalorização de todo o meio circulante (inflação). Num país "aberto" a solução vem com a exportação do ouro em barra, podendo ficar inalterado o valor do meio circulante (estabilidade de preços) e da taxa de câmbio, desde que haja conversibilidade em espécie. Se não houver conversibilidade também se chegará à

exportação do ouro, só que através da desvalorização do câmbio.

Esquemáticamente:

	Com Conversibilidade	Sem Conversibilidade
País	Valor do meio circu-	Desvalorização do
"Fe-	lante inalterado: Ban-	meio circulante =
chado"	co Central não pode	inflação
	emitir devido à arbi-	
	tragem.	
País	Valor do meio circu-	Desvalorização do
"Aberto"	lante inalterado; ex-	meio circulante (in-
	portação de ouro e	flação) e da taxa de
	estabilidade da taxa	câmbio
	de câmbio	

3. O DEBATE QUANTITATIVISTA.

3.1. A rigidez teórica de Ricardo.

Afora o excesso de dinheiro, haveria alguma outra causa para a depreciação da moeda corrente? No apêndice do "High Price", Ricardo critica a posição dos "Edinburgh Reviewers", particularmente Malthus, que também admitem um déficit da balança comercial em decorrência de causas outras que não a redundância de moeda. Fica claro que a questão em disputa é a existência ou não de outros fatores, além da superabundância de papel em circulação, para o alto preço do ouro. Enquanto Ricardo assume uma posição moneta-

rista, na qual é a redundância do meio circulante que leva à depreciação do papel-moeda e, com isso, à queda da taxa de câmbio, Thornton, Malthus e outros aceitam que um comércio desfavorável pode anteceder uma queda na taxa de câmbio.

No texto e no apêndice do "High Price", Ricardo contrapõe-se a Thornton por sua suposição de que pode haver um déficit na balança comercial derivado de má colheita, por exemplo, que leve à importação de cereais, desde que o país que os exportou não aceite receber os produtos do país endividado. Com isso, o déficit teria que ser pago em moeda, o que ocasionaria um aumento na demanda de ouro em barra e o conseqüente acréscimo do seu preço. Neste caso, o Banco apenas "acomodaria" a situação dos comerciantes, fornecendo-lhes notas (crédito) para cobrir o espaço (falta) ocasionado pela exportação de ouro.

Para Ricardo, na medida em que "...a lei contra fundir moedas de ouro em barras e exportá-las é facilmente burlada, segue-se que nenhuma demanda por barras de ouro (...) pode aumentar o preço nominal daquela mercadoria. O erro deste raciocínio procede de não distinguir entre um aumento no valor do ouro e um aumento no seu preço nominal" (Ricardo, 1810-1811, p.60). Uma maior demanda de cereal elevaria seu preço monetário mas não o do ouro em barra, que continuaria a ser de £ 3.17sh.10 1/2d. por onça de ouro cunhado. Em suma, uma maior demanda por ouro elevaria seu "corn price", apenas.

Em verdade, segundo P. Deane (1980, p.78), a sugestão de que a depreciação da moeda corrente podia ter sido devida a uma mudança na balança comercial, foi combatida por Ricardo com base em um argumento pseudo-estatístico similar ao que mais tarde usaria para chegar a sua teoria do valor-trabalho: "Thornton disse-nos que um comércio desfavorável, se este for um termo preciso, é limitado em seus efeitos sobre o câmbio. Esse limite é, provavelmente, de quatro ou cinco por cento. Isso não explicará uma depreciação de quinze ou vinte por cento". É óbvio que esta argu-

mentação de Ricardo (1810-1811, p.83), carece de qualquer fundamentação teórica.

3.2. A Entrada do Dinheiro na Economia.

Na sua discussão com Bosanquet, surge outra questão central: não seriam as necessidades do comércio que imporiam as emissões de papel moeda? E, se assim o fosse, a depreciação de seu valor forçosamente ocorreria?

Bosanquet coloca seus argumentos da seguinte forma: a descoberta de uma nova mina levará a um aumento na demanda (não se pode guardar o ouro porque ele não produz nenhum benefício por si mesmo; logo, também não há entesouramento nele), e, conseqüentemente, a um acréscimo nos preços (tal como em Ricardo). O que ele não entende - e aqui me parece correto - é a situação do papel moeda: "Mas o princípio sobre o qual o Banco emite suas notas é o dos empréstimos. Toda nota é emitida por requisição de alguém, que se torna devedor do Banco por seu montante e dá garantias de retornar esta nota, ou outra de igual valor num período fixo e não remoto, pagando juros proporcionais ao tempo conferido" (Bosanquet, citado por Ricardo, 1811, p.216).

Ricardo, ao contrário, não vê diferença entre a descoberta de uma nova mina ou o estabelecimento de um banco. As emissões de papel não conversível, "... observarão os mesmos efeitos como se o Banco fosse proprietário da mina e não emitisse nada senão ouro. Não importa quanto ouro possa ter aumentado, os tomadores de empréstimos aumentarão no mesmo montante, em conseqüência de sua depreciação; e a mesma regra é igualmente verdadeira com relação ao papel" (idem, p.217). Isto porque o "comércio é insaciável em suas demandas e a mesma parte dele pode empregar 10 ou 100 milhões de meios de circulação; a quantidade depende totalmente de seu valor" (idem, p.215).

O que Ricardo não aceita é que o ouro retenha o seu valor face a variações em sua quantidade. Se isso fosse possível, Bosanquet estaria correto. Mas, uma vez que o dinheiro é trazido à circulação, começa sua depreciação. Ou seja, não há entesouramento porque o ouro perde o valor quando aumenta a quantidade. Este é o centro nervoso de sua argumentação e que prevaleceu por tão longo tempo face a menor competência técnica de seus debatedores. Qualquer visão alternativa passa pela necessidade de mostrar que o valor não se altera pela simples mudança na quantidade e pela forma de os novos preços se difundirem no tempo e no espaço.

É sempre necessário tomar cuidado nas críticas, para não passar de um nível elevado de abstração em que tenha sido enunciada uma teoria, para o plano do concreto, sem qualquer mediação. No caso de Ricardo, contudo, é seu próprio método que presume como real o mundo abstrato que sua poderosa inteligência criou. É ele que enuncia o mundo ideal do liberalismo e tira daí prescrições de política econômica. É ele que faz suposições e não hipóteses: se estas carecem de comprovação aquelas são aceitas como axiomas. "Ricardo oferece-nos a suprema realização intelectual, inatingível por espíritos menos privilegiados, de adotar um mundo hipotético distante da experiência, como se fora o próprio mundo da experiência e, em seguida, de nele viver consistentemente. No caso da maior parte dos seus sucessores, é impossível evitar a interferência do 'bom senso', que causa prejuízos à coerência lógica" (Keynes, 1937, p.137).

Acerca da forma como os preços se difundem, tome-se Marx, por exemplo, quando este autor discorre acerca do dinheiro-medida dos valores ao discutir o quantitativismo. Se, "na circulação, as mercadorias entram com um preço e a moeda com um valor", pode-se esperar modificações no nível geral dos preços, a partir de uma alteração no valor do ouro, decorrente de mudanças no tempo de trabalho necessário à sua produção. Neste caso, os primeiros preços a variar são os das mercadorias exportadas aos países produtores-vendedores de ouro; depois, as alterações se alastram às

outras mercadorias, adaptando gradualmente seus preços aos valores relativos, historicamente determinados. Mudanças nos preços relativos seriam, portanto, numa primeira aproximação, apenas temporárias e fruto de defasagens na cadeia de trocas entre as mercadorias ligadas às fontes de ouro e as mercadorias mais distantes.

Uma análise mais atenta deste tema, por outro lado, pode ser encontrada em carta de Marx a Engels, datada de abril de 1868 (também comentada por Badaloni, 1980). Ali se mostra como uma alteração no valor do ouro pode propiciar uma mudança inversa na taxa de lucro, face à demora de acomodação do preço do trabalho ao novo valor do dinheiro, o que tem importância para o entendimento da inflação dos preços.

A defasagem no alinhamento proporcional entre preço de mercado dos salários e valor nominal dos lucros, segundo Badaloni, permite duas contatações: de uma parte, a existência desse lapso de tempo implica uma perda real do poder de compra dos salários; de outra, como consequência lógica da situação anterior, o capitalismo aproveita o tempo necessário ao reequilíbrio da relação entre mais-valia e salário para aumentar a produtividade do trabalho num determinado ramo de produção. Estão, portanto, errados os teóricos que supõem retomada a situação original, quando o salário nominal atinge seu nível anterior. Nesse meio tempo, "o velho equilíbrio foi novamente rompido, já que ocultamente se verificou um aumento da produtividade do trabalho, que implica uma diminuição do valor do capital constante" (idem).

Em síntese: uma queda no valor do dinheiro ou um simples aumento dos preços em dinheiro - isto é, inflação - propiciam um acréscimo de produtividade que leva a um aumento na taxa de lucro, "que na prática tende no mais das vezes a aumentar", ao longo dos movimentos aparentes de reequilíbrio. "Por trás do movimento monetário que tende ao equilíbrio, age ocultamente - e de modo divergente - a tendência, quase constante na produção capi-

talista, a desenvolver a produtividade do trabalho. Isso atua em favor da taxa de lucro"(idem).

Até que ponto as alterações na taxa de lucro repercutem na taxa geral de lucro (ou seja, passando de uma situação particular para o sistema produtivo inteiro), "dependerá em parte do volume relativo e dos ramos especiais de produção em que se produza a troca e em parte da duração desta, pois a alta ou a baixa da taxa de lucro em ramos industriais especiais necessita tempo para transmitir-se às outras. E se a oscilação dura relativamente pouco tempo, não passará de ser puramente local"(idem).

Este é, apenas, um exemplo pouco desenvolvido acerca de uma questão central jamais observada por Ricardo a partir de seu método de análise.

3.3. As Suposições de Ricardo.

Os principais supostos de sua teoria monetária estão implícitos nas obras aqui comentadas e podem ser assim resumidos: livre concorrência em todos os mercados; perfeita mobilidade entre os países (ampla disseminação do padrão-ouro); perfeita informação acerca de todos os preços; e inexistência de tempo. A conjugação desses itens permite a operacionalização de um sistema de arbitragem entre os diversos mercados, que garante o alinhamento de todas as moedas de forma automática.

Um dos aspectos doutrinários do enfoque monetário do balanço de pagamentos até hoje é o de um mundo integrado. Aceita-se a concepção de um sistema de mercados mundiais - que é um dos principais fundamentos das escolas clássica e neoclássica -, onde a maximização de lucros é atingida por arbitragem internacional, o que veio a ser chamado de **paridade do poder de compra** (antes conhecido como **princípio dos preços internacionais**). Em resumo, a visão desde Ricardo é a de que o mercado relevante onde os preços

são determinados é o mercado mundial.

Embora houvesse proibições legais a respeito da exportação de metais preciosos, não se pode excluir o argumento de Ricardo de que lucros fáceis derivados do desalinhamento de mercados levariam inúmeros capitalistas a fundir moedas e exportá-las, sempre que o ouro em barra tivesse melhor cotação no exterior. O que não é aceitável é pretender que a mobilidade de capitais fosse perfeita, particularmente no mundo de muitas guerras e maus transportes que caracterizava sua época. A argumentação de Ricardo só faria sentido se todos os países estivessem no padrão-ouro, isto é, se os déficits de um país com outro pudessem ser cobertos com superávits com terceiros (Ricardo, 1810-1811, p.110).

Feitas as críticas às suposições de Ricardo, deve-se reconhecer que a sua aceitação implica aceitar o quantitativismo. Para combatê-lo, portanto, deve-se descartar as suposições e desenvolver uma visão alternativa do funcionamento do capitalismo. O quantitativismo, ao nos apoiarmos em Marx e Keynes, ficará relegado a situações marginais do padrão-ouro.

Capítulo II

A TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA NOS NEOCLÁSSICOS.

Ao analisar-se a evolução do pensamento econômico, é comum confundir-se as inúmeras versões das equações quantitativas com a própria teoria monetária. O ordenamento das principais variáveis que interagem no contexto de uma teoria monetária pode ser, facilmente, representado pela velha equação de troca de Fischer ou por qualquer uma de suas sucedêneas: a equação de saldos de dinheiro de Cambridge ou a formulação-renda de Friedman. Um dos objetivos deste capítulo será o de apresentar algumas das diversas interpretações a elas dadas (identidade ou condição de equilíbrio), bem como do sentido de determinação das variáveis e de sua evolução histórica. A abordagem, não será exaustiva, deixando-se para o capítulo VI (seção 1.3), por exemplo, a leitura marxiana.

Desde suas primeiras manifestações, os economistas vêm interpretando as equações quantitativas como uma condição de equilíbrio entre o nível de preços (ou valor do dinheiro) e a oferta/demanda por dinheiro, isto é, como um modelo algébrico de determinação do nível de preços de equilíbrio.

Costuma-se atribuir a Fisher e a Pigou a elaboração da equação de trocas e da equação de saldos de caixa, respectivamente. Em verdade, porém, a equação de saldos de caixa, precedeu Pigou por mais de trinta anos, tendo sido apresentada por Léon Walras em 1886. Também as equações que envolvem velocidade de transação precederam Fisher; a mais antiga por mais de cem anos, tendo sido enunciada em 1804.

1. INTERPRETAÇÕES DADAS ÀS EQUAÇÕES QUANTITATIVAS.

A mais usual representação das equações quantitativas relaciona o estoque de moeda (M), sua velocidade de circulação (V), a quantidade de bens trocados por dinheiro (Y) e o nível de preços (P): $MV = PY$. Sua aparente simplicidade esconde, contudo, uma série de interpretações contraditórias, podendo-se distinguir pelo menos duas leituras distintas, afora aquelas que invertem o sentido de determinação das variáveis.

Em primeiro lugar, se V for definido como PY/M , a equação é apenas tautológica, porque diz que os gastos devem igualar os recebimentos, isto é, que a soma dos pagamentos monetários (MV) deve ser igual ao valor agregado dos bens vendidos (PY) (Humphrey, 1984 p.13). Neste sentido, ela é uma identidade válida em qualquer período.

Em segundo lugar, se aparece como $M = (Y/V)P$, onde V é definido independentemente das outras variáveis, ela diz que P deve ajustar-se de modo a igualar M (estoque nominal de moeda) com a demanda real por ele. Esta demanda é dada pela fração $1/V$ das transações reais Y que o público deseja manter sob a forma de saldos reais de caixa. Resumindo: P é determinado pela oferta nominal de moeda (M) e pela demanda real de dinheiro (Y/V), variando diretamente com o primeiro e inversamente com o último. Esta leitura admite duas versões, onde a velocidade é tratada como fluxo ou estoque, conforme se verá nas próximas seções.

Modernamente a equação quantitativa vem sendo apresentada sob a forma $Md = KPy$, onde o inverso da velocidade-renda da moeda é o K marshalliano, também denominado de constante de Cambridge, e y é o produto real. Ela é usada no modelo neoclássico de equilíbrio agregativo a curto prazo, devendo ser entendida como uma equação *ex-ante* de equilíbrio e não como uma tautologia *ex-post*. Por isso é que se pode definir como condição de equilí-

brão que $M_s = M_d$, do que decorre $M_s = K P y$ ou $P y = M_s / K$, isto é, que o total da renda nominal está restrito por duas constantes: a oferta de moeda e a velocidade-renda.

Reescrevendo a equação anterior, tem-se que $y = M_s V / P$. Os neoclássicos dizem então que, fixado o volume dos meios de pagamento (M_s), a procura real de bens e serviços ou despesa real (y) terá elasticidade unitária em relação ao nível geral de preços (P). "Essa lei de comportamento da procura conduz automaticamente à mais tradicional das afirmações da teoria neoclássica, a de que o sistema econômico tende naturalmente para pleno emprego, desde que os salários nominais sejam flexíveis tanto para cima como para baixo". Ressalte-se que a proporcionalidade entre P e M , como corolário da TQM, só é válida no curto prazo, numa economia onde os salários nominais sejam perfeitamente flexíveis (Simonsen, 1979, p. 184/5).

2. A VELOCIDADE DE CIRCULAÇÃO DO DINHEIRO.

Vou tratar, a partir de agora, das duas versões mencionadas na seção anterior, que envolvem o conceito de velocidade de circulação do dinheiro.

2.1. a velocidade de circulação do dinheiro enquanto "movimento" (fluxo).

a. Em termos não algébricos, autores como Petty (1664) e Cantillon (cerca de 1732) já tinham uma clara idéia de um fluxo circular associado ao curso do dinheiro. Tentaram seguir este curso e medir o tempo que o dinheiro levava para percorrê-lo. Tinham uma noção puramente mecânica de velocidade, entendendo-a como uma relação entre tempo e distância: em Petty, a distância entre duas sucessivas formações de renda; em Cantillon, a distância que o dinheiro levava para viajar entre o gasto do arrendatário e a

volta às suas mãos. A essa concepção, que tem sólidas repercussões futuras, Holtrop (1929, p.508) denomina "teoria do movimento" da velocidade de circulação do dinheiro.

b. Em termos algébricos, as primeiras manifestações das equações quantitativas encontram-se em autores ingleses como John Briscoe (1694) e Henry Lloyd (1771), passam por E. Levasseur (1858) e, principalmente, por Simon Newcomb (1885), antes de chegar a Fisher. Newcomb, por exemplo, influenciou tanto o trabalho de Fisher que sua equação passou a ser conhecida como de Newcomb-Fisher.

Fazendo K = número de transações reais, V = volume de moeda, R = velocidade de circulação e P = Nível de preços, chega-se a $VR = KP$ ou, na notação fisheriana, $MV = TP$. A partir de sua equação ele concluiu que "os preços variam equiproporcionalmente com mudanças no estoque de moeda desde que o último não pode ter efeitos permanentes nos níveis estáveis das variações reais R e K . Valores de equilíbrio dessas variáveis reais, ele disse, são imunes a mudanças monetárias de forma que o último registra seu pleno impacto nos preços apenas" (Humphrey, 1984, p.19).

c. A equação de trocas de Fisher

No prefácio de seu livro "The Purchasing Power of Money", Fisher (1926) define o poder de compra do dinheiro como a recíproca do nível de preços e dependente de cinco fatores definidos ("diretos"): volume de dinheiro em circulação, sua velocidade de circulação, volume dos depósitos em banco sujeitos a cheque, sua velocidade e volume de transações.

I. Supondo-se uma economia fechada e sem tempo, a equação de trocas assume a forma $MV + M'V' = PT$. O dinheiro (M) é definido de forma estrita, incluindo apenas aquilo que é "geralmente aceitável em troca por bens". Ficam de fora os depósitos à vista (M'), classificados como meio circulante. Tal distinção, todavia, era

absolutamente irrelevante já a seu tempo, quando todos os autores americanos não faziam qualquer tipo de diferenciação entre moeda manual e depósitos em conta-corrente. Pode-se dizer que a quantidade de dinheiro é determinada independentemente de qualquer uma das outras variáveis que podem ser tomadas como dadas em cada momento de tempo.

Mais importante é a visão relativa à velocidade de circulação do dinheiro, isto é, a taxa média de giro do dinheiro em sua troca por bens. Ela é calculada por $V = E/M$, onde E ("expenditure") é a circulação total de dinheiro, o montante de dinheiro dispendido por bens, numa dada comunidade, durante um dado ano, e M ("money") é o montante médio de dinheiro em circulação na comunidade durante o ano, isto é, a média aritmética simples dos montantes de dinheiro existentes em sucessivos instantes separados uns dos outros por intervalos iguais de tempo indefinidamente pequenos. "Ao invés da demanda de dinheiro, o conceito que foi enfatizado foi a velocidade de circulação do dinheiro nas transações, a taxa à qual ele passa de mão em mão" (David Laidler, 1970, p. 44).

Numa economia pensada como funcionando sempre a pleno emprego, Fisher presumiu haver uma relação fixa entre o volume de transações e o nível do produto. A velocidade seria, então, não somente uma variável independente como também constante a qualquer momento no tempo. Se houvesse acréscimo em M, o impacto far-se-ia sentir em P, não podendo haver decréscimo em V, porque esta dependeria de condições técnicas, não mantendo qualquer relação com M. Tais condições ligar-se-iam à densidade da população, à rapidez dos transportes e aos costumes comerciais, dentre os quais alinhava os hábitos dos indivíduos quanto à parcimônia, ao uso de contas de crédito e de cheques. Seriam institucionais, portanto.

V' é a velocidade média de circulação dos depósitos e não merece qualquer destaque na sua teoria. Mencionava, ainda, o vor-

lume de transações (T) - que envolve bens, serviços e títulos - e que também seria constante, a pleno emprego. A teoria padece, porém, do problema de múltipla contagem, por incluir todas as transações: sejam intermediárias e finais, sejam correntes e de capital.

Muito esforço foi dispendido na determinação dos fatores que afetam V , tais como o intervalo institucional estabelecido para os pagamentos e os elementos de incerteza quanto a data e o montante dos recebimentos e pagamentos, que levam à manutenção de encaixes de segurança. Também ficou claro que a produção não se distribui só horizontalmente por empresas, mas também verticalmente até chegar ao consumidor, o que torna o volume de transações muito superior à renda nacional e reduz a relação entre renda e demanda por moeda.

Foi exatamente pelo fato de a demanda por moeda subir com a subdivisão vertical da produção que Fisher desenvolveu sua versão alternativa da TQM, onde a demanda por moeda é proporcional às transações, ao invés de sê-lo ao produto, e V é a velocidade de circulação da moeda e não a velocidade-renda (Simonsen, 1979, p.177/8).

P , finalmente, é o nível de preços; é a média ponderada de todos os preços de venda dos bens transacionados na economia. Para Fisher, "o nível de preços é normalmente o único elemento absolutamente passivo na equação de troca".

II. Relaxando-se a hipótese de inexistência de tempo, cai-se na análise dos períodos de transição, que se processam ao longo dos ciclos de crédito (capítulos IV/VII do "Purchasing") e onde se fala das influências indiretas que se manifestam através das influências diretas: M , M' , V , V' e T . Seriam elas as variáveis importantes e estas apenas as "causas próximas": questões de ordem geográfica, tecnológica, subjetiva (desejos e hábitos humanos), populacional ou institucional (liberdade de comércio, caráter dos

sistemas monetário e bancário, etc...). O importante é que a análise se situa no plano estrutural (longo prazo), na medida em que ressalta práticas de crédito, comunicações, etc... Se são estes os reais determinantes da demanda por dinheiro, pode-se pensar em V estável no curto prazo.

A importância maior de Fisher está na ênfase dada à taxa de juros. Se se sintetizar seu ciclo de crédito ver-se-á que as flutuações decorrem da demora na taxa de juros em se adaptar às altas e baixas do poder de compra do dinheiro, devido à crença geral das pessoas na estabilidade desse poder de compra. A fase de expansão começa com acréscimo em M - produção maior de ouro, por exemplo - que implica aumentos em P , embora o lucro suba mais rapidamente porque a taxa de juros (componente de custos) sobe menos. Haverá estímulo a maior investimento (ou produção), financiável com aumento de empréstimos (a curto prazo, na maioria dos casos). Estes empréstimos bancários adicionais geram aumento de depósitos, com M' expandindo-se relativamente a M (M'/M sobe). Esta expansão da moeda leva a novo acréscimo em preços, lucros e taxa de juros (nesta sempre a menos) e assim sucessivamente... A conclusão é: "Aumento de preços gera aumento de preços e continua a ser assim enquanto a taxa de juros estiver defasada com relação a seu nível normal".

III. A última hipótese relaxada é a da economia fechada, o que é feito no capítulo VI, quando o autor desenvolve as influências indiretas sobre M , através da exportação e importação de dinheiro. Em última instância, o que sua teoria faz é ressaltar a solidariedade do nível de preços entre os países membros de um sistema de padrão-ouro.

Resumindo: influências indiretas alteram principalmente M e T . Das mudanças em M derivam as mudanças de M' já que este guarda uma relação muito estável com o dinheiro primário. As mudanças no volume de transações (T) seguem-se modificações na relação M'/M , em V e em V' . A tendência final do conjunto dessas forças seria a

alteração dos preços a nível interno e mundial.

IV. Schumpeter (1954, pp. 1192/6) vê diferenças entre a equação de trocas e a teoria quantitativa. Para ele, o quantitativismo significa, em última análise, admitir-se que variações autônomas da quantidade de dinheiro têm influência em seu valor. Muitos autores, no entanto, consideram-se quantitativistas quando o que pretendem dizer é, apenas, que julgam conveniente o uso de algum tipo de equação quantitativa.

Num certo sentido, Fisher desenvolveu uma teoria macroeconômica de corte quantitativista, que apresentava algumas características contraditórias. Por um lado, ao considerar P como a única variável passiva e as flutuações independentes de V e T como empiricamente sem importância, acabou por tornar M a única variável ativa. Se a isso se somarem seus rígidos supostos "segundo os quais a quantidade total do meio circulante se rege (nas condições anglo-norteamericanas de 1911) pela produção de ouro e as exportações e importações deste metal..." percebe-se o quão radical é a sua aceitação não só da teoria quantitativa, mas de uma "teoria quantitativa-ouro", para usar a expressão de Schumpeter.

Por outro lado, sua admissão teórica de influências de T em V e em M , além da ênfase dada aos períodos de transição, às causas indiretas das alterações do nível de preços e à taxa de juros acabam por debilitar seu alinhamento à própria equação de trocas, que acabaria não sendo mais que uma hipotética condição de equilíbrio. Assim, se é um avanço para os padrões neoclássicos a diminuição da importância analítica das equações quantitativas, não deixa de ser um atraso manter-se o sentido de determinação de M para P . Faltou-lhe desenvolver a forma de entrada do dinheiro na economia.

Schumpeter coloca a questão claramente, mas conclui de forma insatisfatória. Se M , V e T são as "causas" de P num esquema estático (economia sem tempo), mas deixam de sê-lo numa análise

"dinâmica" (análise dos períodos de transição), para que insistir em seu uso? Se o teorema é válido para uma situação de equilíbrio, mas este nunca ocorre (o próprio Fisher reconhece que a norma são os períodos de transição, onde a equação de trocas não é válida), para que o teorema?

Schumpeter tenta "salvar" o esquema teórico com um argumento fraco: "intenção de simplificar". Fisher teria usado o teorema quantitativo para "vender" seu plano de **dólar compensado** "...destinado a controlar o nível de preços mediante variações adequadas do conteúdo de ouro na unidade monetária" como solução para a depressão dos anos 30 (Galbraith, 1975, p.221). Quer dizer, o plano exigia uma redução do ouro contido no dólar à medida que os preços caíssem. Os bancos, inclusive os do "Federal Reserve" teriam, então, mais dólares e reservas com os quais fazer empréstimos. Com isso, "...a expansão das reservas seria automática, não ficando sob o arbítrio do Sistema Federal de Reserva" (idem).

Por enquanto, basta registrar que fica a sensação de que não se pode praticar uma política monetária ativa, no sentido de controle da moeda. Esta entraria em circulação por ser uma mercadoria produzida como outra qualquer - pense-se no ouro, preferencialmente - e porque dispunha de um mercado específico, que faria a arbitragem entre o "bullion" (a barra) e o dinheiro cunhado. M poderia crescer por ser uma mercadoria produzida como qualquer outra, entrando na circulação de duas formas: ou diretamente como "bullion", através do comércio internacional, ou via arbitragem entre o "bullion" e a moeda, no caso da circulação interna do país. Neste caso, a abundância de metal derivada da descoberta de novas minas depreciaria seu valor, face à queda do custo de produção. Haveria, conseqüentemente, incentivo a cunhar moedas, pressionando para cima o valor do ouro em barras e para baixo o da moeda. O preço dos bens subiria como resposta à queda do valor do dinheiro.

2.2. A velocidade de circulação enquanto "saldos de caixa" (estoque).

a. Locke (1692) seguiu caminho analítico alternativo ao da velocidade vista como "movimento", contemplando o dinheiro numa posição de repouso, quando ele conforma um saldo de caixa. Este não deve ser visto "... como uma conglomeração de moedas que têm cada uma sua própria velocidade de circulação, mas como uma entidade orgânica, cujo tamanho é determinado pela forma com que recebimentos e desembolsos são ligados entre si. A necessidade total de dinheiro, da qual a velocidade de circulação é inversamente proporcional, é determinada pela soma desses saldos de caixa" (Holtrop, 1929, p. 509). Denominada de teoria dos saldos de caixa, seria esta, segundo creio, a mais antiga manifestação da linha teórica de pensamento dominante após Walras e Pigou.

b. Walras faz sua primeira apresentação da equação quantitativa em 1874, onde a velocidade ainda é encarada da forma tradicional.

Faça-se Q_a = numerário (medida de valor), que não seria propriamente uma função da moeda;

Q^*a = quantidade do metal usado para finalidades não monetárias;

Q^*a = estoque de moeda metálica a de modo que

$$Q_a = Q^*a + Q^*a \quad (1)$$

Se, além disso, $a', b, c, d, \dots = v$ = velocidade de circulação dos bens; $a^* = V$ = velocidade de circulação da moeda; e $Q^*a + Q_b.pb + Q_c.pc + \dots = S.p.Q$ (onde S = somatório) chega-se a $a^*.Q^*a = a'.Q^*a + b.Q_b.pb + c.Q_c.pc + \dots$ ou, em notação fisheriana (com exceção de v), $MV = S.p.Qv$.

Em seguida, ele introduziu F (ou $M'V'$) para representar o valor das trocas efetuadas por meio de dinheiro fiduciário (não metálico): $MV + M'V' = S.p.Qv$.

Sua maior contribuição, porém, surge em 1896: a equação dos saldos de caixa. Neste caso,

$$Q^*a = a + b.pb + c.pc + d.pd \dots \quad (2)$$

é o encaixe desejado de moeda a , isto é, a quantidade de dinheiro necessária para satisfazer as exigências de caixa das pessoas.

A equação (2), em última análise, exprime a igualdade da oferta de moeda (sua quantidade Q^*a) com a demanda de moeda (o encaixe desejado; o lado direito da equação). Ela provaria que os preços das mercadorias em moeda são proporcionais à quantidade de moeda, do que decorreria que "o montante de toda ou parte da riqueza social avaliada em moeda é proporcional à quantidade de moeda" (Walras, 1898).

Em outra passagem, a equação se apresenta da mesma forma em que Keynes o fará mais adiante no "Tract on Monetary Reform":

$Q^*a \cdot Pa = H$. Dada a demanda por saldos reais H , o valor do dinheiro (Pa) varia em proporção inversa à sua quantidade Q^*a . Com F , $(Q^*a + F) Pa = H$. Se F é múltiplo fixo f de Q , então, $F = fQ$ e, portanto, $Q^*a (1+f)Pa = H$ (3)

A equação (3) apresenta quatro elementos chave da análise monetarista: a base monetária Q^*a , um multiplicador monetário $(1+f)$ para dar conta do papel-moeda, a demanda por saldos reais H e o valor do dinheiro Pa , ou seu inverso, o nível geral de preços (Humphrey, 1984, pp.18/9).

c. A equação de saldos de dinheiro de Cambridge.

Ao contrário de Fisher, que partiu de uma visão macroeconômica em que se perguntou qual o montante de dinheiro necessário para efetuar um determinado volume de transações, os economistas de Cambridge colocaram o problema em termos microeconômicos, isto é, qual o montante que um indivíduo desejaria manter para efetuar

transações (Laidler, 1970, p. 48). Por outro lado, o enfoque de Cambridge para a teoria quantitativa teve o efeito de acentuar alguns aspectos da moeda, que haviam sido ignorados em versões anteriores: por exemplo, o seu papel como reserva de valor. A formulação neoclássica original da equação de troca era uma forma de descrever (sem explicar) uma relação simples entre o nível de moeda em circulação e o nível de preços, sendo dada uma situação na qual a velocidade de circulação era determinada institucionalmente e a moeda era necessária apenas como meio de troca. Uma vez que se reconheceu que a demanda da moeda podia ser afetada, não só por sua necessidade para fins transacionais imediatos, mas também por sua utilidade como reserva de valor para compras futuras, não era mais possível, portanto, tratar a velocidade como uma variável essencialmente exógena, pois a demanda de encaixes dependia, então, não só do nível de atividade e dos fatores institucionais, mas também das expectativas empresariais em relação a todas essas variáveis. O uso da equação de troca para fins preditivos ou explicativos devia então depender crucialmente, das suposições feitas acerca dos vínculos entre V e M ou P , isto é, de uma teoria da moeda que ainda não havia sido elaborada satisfatoriamente (P. Deane, 1978, p. 220).

A equação de demanda por dinheiro de Pigou, por exemplo, aparece em seu artigo "The Value of Money", de 1917:

$$P = KR/M [c + h (1-c)] \quad (4)$$

ou $M = KR/P [c + h (1-c)]$

onde R = recursos totais (renda corrente da comunidade);

K = proporção desses recursos que as pessoas devem manter sob a forma de dinheiro, isto é, o inverso da velocidade; K tem a ver com dinheiro em definição estrita;

M = estoque de dinheiro;

P = valor (poder de compra) da unidade monetária ou inverso do nível de preços $1/p$;

c = proporção de dinheiro mantida sob a forma de moeda manual;

$(1-c)$ = idem, sob a forma de notas de banco e saldos bancários;

h = reservas bancárias.

O uso da teoria quantitativa é relativizado no sentido de que suas proposições não devem ser vistas, dicotomicamente, como falsas ou verdadeiras. Ao contrário, "...as fórmulas empregadas na exposição daquela teoria são meramente artifícios para capacitar-nos a reconciliar, de maneira ordenada, as principais causas pelas quais o valor do dinheiro é determinado" (Pigou, 1917, p.38). Segue-se que, à maneira de Fisher, aceita que P é função de M , mas percebe a necessidade de buscar as "causas causantes", que estão por trás de R , K , c e h .

Quanto ao R , "ceteris paribus", quanto maior ele for, maior a demanda por dinheiro. Seu crescimento, no geral, decorre de desenvolvimentos que aumentam a eficiência dos indivíduos ou da coletividade (invenções mecânicas ou na organização dos negócios).

No caso de K , este será tanto maior quanto menos atrativo for o uso produtivo do dinheiro (a perda de renda real envolvida com a retenção de recursos que poderiam ter sido devotados à produção de mercadorias futuras).

O c será tanto menor quanto maiores forem o número de contas bancárias e o prazo exigido pelos comerciantes para pagamento das contas; quanto mais rapidamente os cheques forem aceitos nas transações ordinárias e mais conveniente e menos custosa for a possibilidade de efetuar pagamentos através de acesso direto aos saldos bancários.

O h sofre influências similares às do K . Os principais fatores são, de um lado, a conveniência obtida (a organização interna do sistema bancário, de modo a economizar grandes reservas,

por exemplo) e o risco evitado e, de outro, a vantagem que é sacrificada quando os recursos são mantidos nessa forma.

A oferta de dinheiro em Pigou depende de inúmeros fatores, sendo o básico a arbitrária decisão de emitir do governo no caso de países com uso exclusivo de papel-moeda inconvertível.

O valor ou preço de qualquer mercadoria, à luz da teoria econômica, sairia sempre da integração das equações de demanda e oferta. Quando essa mercadoria fosse o dinheiro, no entanto, as dificuldades a superar seriam significativas, porque no mundo real não se consegue encontrar causas que atuem exclusivamente sobre a oferta ou sobre a demanda. Uma invenção que facilite a produção, por exemplo, eleva a demanda por dinheiro, mas também pode facilitar a extração de ouro, alternando o esquema da oferta de moeda. Uma expansão geral da indústria não traria aumento em R (recursos), apenas reflexos dar-se-iam, seguramente, em K, h e c.

Conclui-se que o quantitativismo de Pigou, embora patente, não se reveste do maniqueísmo estéril de muitas de suas vertentes. Se a causa básica da alteração de preços é a mudança exógena da moeda, em definição estrita, há que se considerar as alterações na proporção de moeda de crédito que as pessoas desejam manter sob forma líquida e que são de natureza basicamente institucional.

Rompe-se a suposição de estabilidade na velocidade e no volume de transações, com o que a variação dos preços seria equi-proporcional à da moeda, assunto que Keynes retomará e aprofundará a partir de seu "Tract on Monetary Reform". Além disso, é a partir da sua contribuição no "Industrial Fluctuations" que começa a se generalizar a noção de velocidade-renda da moeda.

Para finalizar, Pigou achava sua equação perfeitamente compatível com a de Fisher. Para tanto, bastaria abstrair-se as operações bancárias, o que reduziria a equação(4) para:

$$P = 1/p = KR/M \quad \text{ou} \quad M = K p R$$

Como $K = 1/V$, tem-se $MV = p R$, o que se parece muito com a abordagem fisheriana exceto pelo fato de que V é a velocidade de circulação das transações, enquanto K refere-se à velocidade-renda. Além do mais, Pigou focalizou a proporção de recursos que as pessoas mantêm como dinheiro, enquanto Fisher optou pelo seu inverso, a velocidade de circulação.

d. As equações quantitativas em Keynes.

Para mim, a maior contribuição de Keynes para o debate quantitativista foi o de tirá-lo do campo institucional e passá-lo para a área das expectativas. Se lá as mudanças nos hábitos do público e dos bancos em reter dinheiro só ocorrem no longo prazo (são estruturais), aqui elas podem ocorrer no curto prazo. Nas, não só isso, porque a "velha" Chicago também já tinha expectativas, como se verá no próximo capítulo. Melhor seria dizer que o maior avanço na compreensão do funcionamento de uma economia capitalista derivou de sua capacidade de correlacionar expectativas com investimentos (através da eficiência marginal do capital) e não mais apenas com instabilidade de preços.

Sua evolução, no entanto, se dá passo a passo. A equação de saldos reais, enunciada no Tract on Monetary Reform (1924), por exemplo, apresenta-se da seguinte forma:

$n = p(k + rk')$, sendo n o meio circulante ("currency notes") ou outras formas de caixa em circulação com o público;

p um índice de custo de vida ou o preço de uma unidade de consumo;

k o número de unidades de consumo, sendo esta unidade de consumo igual ao conjunto de quantidades específicas de artigos de consumo padrão ou outros objetos de gasto; isto é, os bens que formam o índice do custo de vida. Segundo Schumpeter, é uma cifra-índice que representa o complemento físico do dinheiro líquido em mãos do público e utilizado para transações diretas. Enfim, é a contrapartida ao montante de dinheiro que o público deseja manter em caixa e que tem o poder de compra sobre o conjunto dos bens acima;

k' equivale à quantidade adicional de dinheiro que o público deseja manter disponível em bancos (em contas-correntes). Voltando a Schumpeter, é o número de unidades de consumo que representa o complemento físico dos depósitos do público em contas-correntes; e

r a proporção que os bancos mantêm em caixa com relação a k' , isto é, as reservas líquidas.

Para Keynes, a proporção k/k' depende dos arranjos bancários do público, o valor absoluto de k e k' depende dos hábitos desse mesmo público e o valor de r subordina-se às práticas de reserva dos bancos.

O grande erro dos partidários descuidados da TQM é que eles assumiriam a estabilidade de k , r e k' , ficando n como uma variável independente dessas quantidades. Como consequência, qualquer variação em n ocasionaria uma variação igual e de mesmo sentido em p . Para Keynes, isto só poderia ser válido no longo prazo quando estaremos todos mortos! (no capítulo VIII, seção 1, essa questão fica mais clara quando ele associa o padrão-ouro com a estabilidade do poder de compra).

Os períodos relevantes de análise seriam os de curto prazo, em que uma variação em n pode afetar k , k' e r , da seguinte maneira:

- quando o ouro se torna relativamente abundante, embora as condições gerais de produção e destruição sejam normais, pode haver

um entesouramento parcial (k , r e k' sobem). Este seria o caso em países agrícolas atrasados, em que os camponeses poupariam o dinheiro que houvessem ganho no comércio internacional, sem que p subisse na mesma proporção de n ;

- em casos, contudo, de grande mudança em n , o acréscimo em p poderia ser mais do que proporcional, seja durante, após ou mesmo antes das variações em n , porque as mudanças podem ser antecipadas, ou seja, em situações de mudanças de expectativas.

A conclusão geral é:

- n e r estão sob controle direto do banco central;
- k e k' não são diretamente controláveis e dependem dos hábitos do público e do mundo dos negócios;
- deve-se tentar influenciar k e k' no sentido da estabilização (através da taxa de redesconto) e, na sua impossibilidade, em variar n e r de forma a contrabalançar os movimentos de k e k' , se desejamos estabilizar p ;
- Keynes acha que no padrão-ouro (ou quando não se tem um banco central, mesmo fora do padrão-ouro, de forma que não se consegue entesourar o ouro redundante), n não está sob controle;
- sua maior crítica aos "advogados antiquados do dinheiro sólido" é a de que queriam n e r firmes, o que seria uma tolice, porque as flutuações cíclicas derivariam fundamentalmente, de mudanças em k e k' .

No "Treatise" (1930, cap. 14), Keynes reformula sua visão com relação à equação do "Monetary Reform", $n = p(k + rk')$, fazendo autocrítica nos seguintes termos:

- a primeira é com relação ao p usado, que só se referiria a um índice de preços ao consumo, quando o poder de compra deve servir a uma multiplicidade de propósitos;
- a segunda é achar que k' só varia devido a mudanças de hábitos por parte do público. Se isso é válido para os depósitos de renda (estoques de dinheiro em contas-correntes mantido pelos indivíduos) não o seria para os depósitos de caixa, que além dos de renda inclui os depósitos de negócios (estoque de dinheiro em

contas-correntes mantido pelas empresas). Para consertar isto, faça-se:

$P_1 = M/C$ = nível geral de preços não apenas de consumo, mas que pondera os diferentes objetos de gasto;

M = volume total de saldos de caixa, que é "criado" pelas decisões dos banqueiros ou oferta de moeda (corresponde ao n do "Monetary");

C = volume real dos saldos de caixa, que é "criado" pelas decisões dos depositantes ou demanda de moeda (corresponde a k e k' do "Monetary").

Conclui-se que, se C e M estão em equilíbrio, P_1 tende a não se alterar; se C cai (porque há mais compradores que vendedores) e M fica estável, então P_1 deve subir; e vice-versa.

Com as novas colocações de Keynes, julgo que a equação $n = p(k + rk')$ deve ser vista como uma condição de equilíbrio (dada por p), entre a oferta de moeda n e a demanda de moeda dada por k e k' . 'A teoria quantitativa da moeda tem sido muito frequentemente enunciada em um só caminho, de forma a fazer parecer que o nível de preços depende somente dos saldos do volume de dinheiro criado pelos banqueiros. Mas o nível de preços pode ser afetado da mesma forma pelas decisões dos depositantes em variar os montantes de saldos reais que eles (os depositantes) mantém, que pelas decisões dos banqueiros em variar os montantes dos saldos de dinheiro que eles (os banqueiros) criam.' (Keynes, 1930, p. 240). Esta citação, a meu ver, deixa bem clara a mudança de ênfase, antes centrada na oferta de moeda e agora destacando o papel da demanda, o que já começava a se observar em Walras e Pigou.

3. A CONTRIBUIÇÃO DE WICKSELL.

Partindo dos clássicos, os neoclássicos concentraram-se na teoria dos mercados, em busca de um equilíbrio competitivo a longo prazo. Desprezaram - até Wicksell, Marshall e Fisher - qual-

quer análise que não envolvesse exclusivamente as variáveis das equações quantitativas, particularmente as referentes à velocidade da moeda.

Dos clássicos mantiveram a concepção dicotômica dos mercados. A vulnerabilidade da TQM, então, decorria de se ver a moeda apenas como instrumento de troca e absolutamente indesejável como reserva de valor. Os maiores problemas daí decorrentes prendem-se à análise dos encaixes de segurança ou quando se a retém para fugir a uma queda esperada no preço dos outros ativos ou se se deseja evitar o risco de futuras oscilações em títulos.

Tentando fugir à "metafísica barata" da TQM, os estudos de Wicksell acerca da relação entre poupança, investimento, juros e preços permitiram-lhe explicar as alterações nestes a partir da decalagem entre a taxa de juros do mercado ou monetária (manipulável pela política monetária) e a taxa de juros natural ou real (dependente da produtividade marginal do capital físico).

Uma síntese de seu mecanismo cumulativo, tal como explicitado nas "Lectures" (vol. II, 1928, p. 194/6), pode assim ser colocada: na medida em que a taxa de juros do mercado (r_m) for menor que a natural (r_n), haverá um prêmio artificial à despesa de capital financiada por crédito, empurrando os preços para cima até que a escassez de fundos disponíveis para empréstimos eleve r_m de modo a igualá-la a r_n . Há vários motivos para que os preços subam, se r_m for menor que r_n : em primeiro lugar, porque uma baixa taxa de juros paga pelos bancos a seus depositantes diminui o estímulo à poupança e aumenta o consumo; em segundo lugar, porque os investidores aumentarão sua demanda pelos fatores de produção. O aumento da renda dos agentes econômicos dará lugar a uma demanda por mercadorias de consumo, no momento em que estas tendem a decrescer, cedendo passo à atividade de investimento. A conjugação dessas duas forças levará a uma alta de preços, que persistirá enquanto r_m for menor que r_n (Gudin, 1968, p. 18).

Incorporando a aplicação da poupança em títulos emitidos por empresas e supondo-se a existência de um mercado de capitais perfeito, imagine-se de novo r_m menor que r_n . Neste caso, os novos títulos passarão a ser emitidos exatamente com essa mesma taxa, porque nenhuma empresa iria pagar juros maiores do que aqueles que satisfariam aos bancos. Agora, do lado monetário haverá excesso de oferta de títulos sobre a sua procura e esse excesso irá para os bancos, que expandirão os empréstimos, criando meios de pagamento. Do lado real, o gasto das empresas em bens de capital superará aquilo que os poupadores deixaram de gastar adquirindo títulos, subindo em consequência a demanda global por bens e serviços. O primeiro impacto desse processo é a ativação do produto real (numa economia com capacidade excedente), mas haverá acréscimo de preços, uma vez atingido o pleno emprego.

A taxa de juros é entendida, portanto, como o elo entre o setor real e o monetário. "E, em termos mais precisos, não é o aumento da oferta de moeda que, no modelo do mecanismo cumulativo, explica a inflação da procura. São os desvios da taxa de juros em relação à sua posição de equilíbrio que originam simultaneamente as variações na quantidade de moeda e na intensidade da procura global" (Simonsen, 1979, p. 191).

Ao definir a taxa natural como sendo aquela que leva à estabilidade do nível de preços, poder-se-ia pensar que Wicksell tentou substituir a TQM por outra, em que variações nos preços seriam explicados exclusivamente pela disparidade entre as taxas de mercado e natural. O próprio autor, porém, acreditou que sua análise era plenamente compatível com a TQM, ao mesmo tempo em que superava a errônea visão clássica, que não conseguia explicar o fato de que taxas de juros baixas (altas) possam associar-se a queda (aumento) de preços. A taxa de juros faria a ligação entre os preços e a oferta de moeda, na medida em que um acréscimo (diminuição) relativo no estoque de moeda tenderia a reduzir (aumentar) a taxa de juros de mercado com relação à natural e a elevar (diminuir) os preços. Não haveria qualquer contradição em sua

teoria: o mecanismo cumulativo ascendente ocorreria na medida em que r_m fosse menor que r_n e não quando r_m fosse baixa em termos absolutos.

Capítulo III

A TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA NOS MONETARISTAS.

Num sentido bastante amplo, pode-se dizer que duas são as condições para implementação de uma política monetária de corte ortodoxo. Em primeiro lugar, é preciso admitir-se a forte correlação - maior a longo que a curto prazo - e a causação de alguns agregados monetários para a renda nominal agregada (ou demanda agregada). Em segundo, que haja possibilidade de controle técnico e político sobre esses agregados monetários.

A questão da causação do lado monetário (MV) para o real (PY) tem raízes históricas na moeda-mercadoria. Está presente em Ricardo, para quem a oferta de moeda estava ligada à descoberta ou exploração de minas de metais preciosos ou era dependente de condições de comércio exterior determinadas no resto do mundo. Foi mantida mesmo na passagem para um sistema de dinheiro irredimível, sem qualquer qualificação quanto à forma de entrada do dinheiro na economia. A única diferença admitida é que no padrão-ouro não haveria possibilidade de se levar a efeito uma política monetária; essa só seria possível em regime de papel-moeda de curso forçado, face à existência de agregados monetários controláveis.

Respeitados esses condicionantes, um esforço de classificação poderia, a meu ver, distinguir três vertentes principais para a política monetária:

- monetarismo clássico, para quem só a política monetária é capaz de atuar agregadamente sobre a economia, sendo ineficaz a política fiscal. Tal é o caso da "velha" Chicago;
- monetarismo moderno, bem representado nos estudos de Friedman e compatível com uma oferta exógena de moeda. Céticos quanto à capacidade de a autoridade monetária tomar decisões "a tempo e a hora", seus seguidores propõem política monetária estável, isto

é, taxas de crescimento da oferta de dinheiro iguais às aquelas atingidas pelo produto, ao longo de uma significativa série histórica. Suavidade na condução da política não seria uma palavra mal empregada....; e

- neokeynesianismo, que reconhece a eficácia da política monetária, mas também a da fiscal. A política monetária ativa é defendida, embora com propósitos diferentes, quer por seguidores da síntese neoclássica, quer por keynesianos. A discussão passa, nos primeiros, pela necessidade de o banco central controlar a massa monetária; nos segundos, pela ênfase na taxa de juros ou, como é o caso de Tobin, pelo controle da disponibilidade total de crédito.

Inversamente, se não se respeitarem os axiomas da causação (do monetário para o real) e da controlabilidade, pode-se pensar uma política monetária passiva, associada a uma visão de moeda endógena, determinada pela demanda. Aqui se enquadram o pensamento marxista, pós-keynesiano e também alguns autores neo-keynesiano-marxistas - como Aglietta, por exemplo - que atribuem à autoridade monetária a responsabilidade de sancionar perdas a alguns setores da economia, via processo inflacionário.

Quando se pensa o papel da política monetária, fica muito claro que há aproximações entre a "velha" Chicago - anterior a Friedman - e Keynes. Embora partindo de estruturas teóricas distintas, cujo centro está na aceitação ou não da teoria quantitativa da moeda, ambos chegaram a resultados próximos quanto ao tratamento prático a ser dado à depressão dos anos trinta: o uso de déficits governamentais financiados por expansão monetária. Em parte, essa similaridade decorre de uma mesma visão de capitalismo instável, partilhada seja por Keynes, em Cambridge, seja por Knight, Simons, Viner, Mints e outros, em Chicago.

Com o advento da contra-revolução monetarista e seu primado da estabilidade do capitalismo - a menos de intervenções governamentais -, a possibilidade de aproximações na condução da políti-

ca monetária foi-se perdendo. Num certo sentido, quando os quantitativistas pararam de admitir que políticas de déficits públicos possam ser efetivas para mudar o nível de atividade econômica, acabaram por "abastardar" o pensamento da "velha" Chicago.

Abordar-se-á esse processo evolutivo, particularmente quanto à política monetária estável, deixando a visão de moeda passiva (endógena) para a parte relativa à crítica ao quantitativismo.

1. MONETARISMO "CLÁSSICO"; VELHA CHICAGO.

Há uma antiga controvérsia entre a tradição marshalliana (e de Keynes) e a fisheriana (da TOM). De um lado, o enfoque de Cambridge, que acaba levando a uma visão mecânica da velocidade; de outro, o enfoque de Fisher, desenvolvido preferencialmente na Universidade de Chicago, que abarca a velocidade numa perspectiva comportamental (de expectativas) e que culmina na reformulação da TOM por Friedman, nos marcos de uma função demanda por moeda estável. Isso, aliás, não deixa de conformar um paradoxo: a velocidade residual de Cambridge desemboca na sofisticada análise de expectativa de Keynes, enquanto Chicago, que parte de uma velocidade comportamental, acaba caindo na visão mecânica de Friedman. Essa discussão é importante para o estudo do papel da política monetária, para o efeito transmissão do dinheiro e para hipóteses acerca da inflação e das expectativas inflacionárias.

O debate dos anos trinta em Chicago girava em torno de qual a política monetária adequada a tirar os Estados Unidos da depressão. Em comum, seus principais teóricos manifestavam uma preferência marcada pela análise dos ciclos de negócios e aceitavam, pacificamente, que a demanda por dinheiro era instável. A estabilização da demanda por dinheiro será, certamente, a principal alteração posterior de Friedman e que reintroduzirá um velho sabor fisheriano, do qual a Universidade já se havia libertado.

Antes mesmo da "velha" Chicago - ainda na década de vinte e fora dos seus muros -, autores como Foster e Catchings já propunham um aumento no déficit público financiado por expansão monetária como a melhor cura para a depressão. Um programa de obras públicas só seria expansionista se acompanhado por acréscimo na oferta de moeda (expansão de crédito), porque déficits financiados por impostos ou empréstimos teriam efeitos compensatórios.

Um crescimento da capacidade produtiva de 4% a.a., por exemplo, teria que ser acompanhado por expansão monetária para gerar poder de compra. Numa depressão, no entanto, medidas monetárias tradicionais - redesconto e "open market" - poderiam falhar devido a uma falta de tomadores de empréstimos. Por isso, o governo deveria financiar obras públicas com medidas monetárias.

Visto pelo prisma da equação de trocas, Foster e Catchings viam a necessidade de aumentar o lado monetário da equação de preços, o que traria um acréscimo das margens de lucro (preços maiores com custos constantes) e, conseqüentemente, maior produção, apesar dos perigos da inflação.

Esses autores monetaristas foram interessantes, dentre outros motivos, porque anteciparam muitas das conclusões de Friedman, embora este não tenha feito qualquer referência a respeito. Assim é que eles já falavam em dinheiro como poder de compra suspenso (para Friedman um refúgio temporário de poder de compra); que a economia é inerentemente estável, ficando sua instabilidade explicada por perversas mudanças no estoque de moeda; que o dinheiro não é neutro no curto prazo, mas sim no longo prazo; e que, como resultado, a política monetária apropriada é a de um crescimento estável na oferta de moeda em cerca de 4% a.a. Propunham também que, embora desejável a estabilização direta do nível de preços, isso não seria possível senão no longo prazo face a retardamentos nas variáveis; e, finalmente, que os déficits não deveriam ser financiados pela venda de títulos ou aumento de impostos, mas por expansão monetária (Tavlas, 1976, p. 688).

Duas eram em Chicago as vertentes explicativas dos ciclos de negócios: uma derivada das flutuações da velocidade de circulação da moeda e outra da relação entre oferta de moeda e acréscimo secular na produção de bens. A primeira acabou dominando e está na raiz dos estudos de Friedman.

Enquanto hoje os monetaristas atribuem as flutuações na atividade econômica e a ocorrência de inflação a movimentos anteriores no estoque de moeda - no que parecem ser bons seguidores de Fisher (ver seu ciclo de crédito) -, os predecessores de Friedman em Chicago preferiam argumentar que os ciclos de negócios eram gerados por uma flutuação na velocidade de circulação (o que tem o mesmo significado que instabilidade da demanda por dinheiro). O volume de dinheiro não era considerado muito importante e a oferta de moeda era vista como passiva; como um elemento capaz de exacerbar, mas não de iniciar as flutuações econômicas.

Autores como Viner, Gideonse e Knight, por exemplo, achavam que os ciclos se deviam às flutuações do nível de preços vis-à-vis uma estrutura rígida de custos. A teoria de Simons-Knight, inclusive, dizia que a estrutura de custos era rígida para baixo devido ao expansionista movimento trabalhista (daí a instabilidade de preços) e, por isso, os "chicaguianos" atacaram as "trade unions" ao longo dos trinta (Aschheim e Tavlas, 1979, p. 175).

Abrindo um pouco mais o ciclo de negócios de Knight (1941, p. 202/26), verifica-se que o fenômeno básico causador seria a demanda especulativa por dinheiro, combinada com retardamentos na produção real de bens finais; isto é, na relação preço/custo (fundamentalmente salários). Começando numa depressão, se houvesse uma incipiente tendência para cima nas condições de negócios (não explicada pelo autor), o desembolso aumentaria. Esse desembolso viria de dinheiro ocioso (caixa, depósitos de empresas ou novos depósitos criados através de empréstimos) e continuaria até

que o desemprego fosse absorvido na indústria de equipamentos pessoais. Haveria, então, novos investimentos nessa indústria, criando um "lag" entre investimento e produção de bens de consumo (investimento "excessivo" ou com custo "excessivo", porque os salários teriam subido). Esse intervalo de "inflação" poderia continuar até que os fundos ociosos (inclusive o poder de emprestar) se exaurissem, o que provocaria a crise e a reversão do processo. A reversão também poderia vir por outras causas, tais como quebra de safras ou qualquer calamidade no mundo dos negócios, ou mera "psicologia" ...

Na verdade, o colapso viria porque o equilíbrio econômico é instável. Por razões que ele considerava misteriosas, a fase de declínio do ciclo tenderia a ser meio catastrófica com relação à fase ascendente e o ponto de reversão seria ainda mais obscuro; talvez derivasse do fato de que o investimento atinge um mínimo efetivo.

Uma grande diferença sua com relação a Fisher está no comportamento da taxa de juros. O papel dos juros no ciclo seria muito pequeno, porque embora sendo elemento de custo, não se compararia aos salários nem a considerações especulativas. Seus efeitos só seriam importantes a longo prazo, que não seria o período significativo para os homens de negócios fazerem planos numa depressão. Também não dava muita atenção ao efeito das diversas etapas do ciclo nos juros. Admitia que a taxa de juros caía a "zero" na depressão e devia subir com a recuperação. Não lhe dava qualquer importância, porém, na reversão do ciclo.

Em suma: dada a natural volatilidade do nível de preços, era óbvio para os teóricos da época que a velocidade de circulação da moeda flutuaria e, conseqüentemente, a estabilidade econômica requeria variações no estoque de moeda.

A segunda vertente, bem representada por Paul Douglas (1932, p.78/80), derivava o ciclo não de M , mas da falha em a oferta de moeda aumentar proporcionalmente com o secular aumento na produção de bens. Se o acréscimo na oferta de moeda fosse menor que o acréscimo na produção, o preço dos produtos cairia com seus custos aumentando relativamente. A margem de lucro se reduziria e a produção também. O resultado seria recessão (e vice-versa). Não foi por outro motivo que Douglas já falava, a exemplo de Foster e Catchings, que para manter o nível de desemprego ou preços estáveis, o melhor seria aumentar a quantidade de poder de compra a uma taxa de 3% ou 4% a.a., ou à taxa de longo prazo da produção.

Ao contrário de seus pares em Chicago, porém, Douglas achou em 1935 que a severidade da Grande Depressão decorreu de os salários reais não terem subido o suficiente durante os anos vinte; fato é, os custos declinaram naquela década mais que a pequena redução nos preços. Como consequência, subiram as margens de lucro, mas só parte desses lucros foi reservada para investimento em bens de consumo, enquanto grande proporção voltou-se à produção de bens e serviços de luxo. O resultado foi que sobram bens de produção em massa devido aos baixos salários e daí a Depressão.

Paul Douglas - que sempre declinou sua condição de socialista, o que o levou a desligar-se no pós-guerra da Escola que era a maior defensora do "laissez-faire" - propôs a organização da classe trabalhadora, o que dá bem a medida de sua heterodoxia numa época em que seus colegas propunham flexibilidade para preços individuais; preço dos produtos, taxa de salários e de juros, conforme Mints (1950, p.1/14).

Segundo Tavlas (1981, p.320), o espírito da "velha" Chicago pode ser sumariado em duas equações ligeiramente modificadas com relação a Fisher:

$$M = KP(t)T - a \left(\frac{dP(t)}{dt} \right) \quad (1)$$

$$\left(\frac{dP(t)}{dt} \right) = b \left(\frac{dP(t)}{dt} \right) \quad (2)$$

A primeira é uma equação diferencial que relaciona a demanda por dinheiro a alguma fração K , das transações nominais totais, $P(t)T$ - onde t é o tempo - e a mudança esperada no nível de preços, $a(dP(t)/DT)e$, onde a é um coeficiente positivo. De acordo com essa equação, quanto maior o nível esperado de preços, menor a demanda por saldos de caixa no presente. Similarmente, um esperado declínio no valor do dinheiro - isto é, inflação - leva a velocidade de circulação a subir na medida em que o público corre a comprar mais bens reais.

A segunda equação relaciona a mudança esperada no nível de preços às alterações observadas nos preços correntes, onde b é uma constante positiva. Dependendo das várias combinações dos valores de a e b , o sistema pode tanto convergir para o equilíbrio dos preços como exibir instabilidade dinâmica.

Consideradas conjuntamente, as equações (1) e (2) indicam que quanto mais os preços caem (sobem) no presente, mais se espera que cairão (subirão) no futuro. Consequentemente, maior (menor) a demanda por saldos de caixa.

As expectativas de preços já estavam, portanto, na "velha" Chicago. Numa depressão, por exemplo, as pessoas retinham mais dinheiro (a velocidade caía) quando esperavam uma queda ainda maior dos preços. A equação de Fisher se transformou de modo a tratar a velocidade como um "instrumento comportamental de análise", ao contrário da interpretação de Pigou, Keynes e discípulos.

para quem a velocidade era acidental ou arbitrária; um resíduo, enfim.

Ao introduzir as expectativas, se a autoridade monetária quisesse estabilizar os preços quando V subisse, ela deveria reduzir M , o que reverteria as expectativas. Mas o importante aqui é que a Escola achava que V era instável e que era dessa instabilidade que derivavam as flutuações econômicas. A variabilidade de V derivava, em última análise, dos abundantes substitutos de moeda (quase-moeda) e da influência das expectativas. A melhor política para reverter as expectativas desestabilizadoras de preços seria a de anunciar previamente uma política monetária definida.

Tomem-se os professores da era imediatamente anterior a Keynes (1930/4). Já em 1931, Viner acusava o Tesouro norte-americano de praticar políticas baseadas nos assim chamados "princípios sólidos de finanças": taxando pesadamente, gastando pouco e resgatando dívidas. Embora fossem estas políticas apropriadas para épocas de prosperidade, ficava clara sua inversão para períodos depressivos. Em 1933, escreveu que dada a queda em V ("por qualquer razão"), o melhor para combater a depressão eram "os gastos governamentais financiados por empréstimos junto ao sistema bancário, com a esperança de que o que os bancos emprestem seja crédito novo ou crédito que de outra forma permanecesse ocioso" (Davis, 1968, p. 479/80). Depressão era uma questão de mal ajustamento entre preços e custos e o período lógico para equilibrar o orçamento - isto é, para gastar ou deixar de gastar - era o ciclo de negócios.

Paul Douglas (1933), Gideonse (1934) e Hart (1936), da mesma forma que Viner, insistiam que aumentos no déficit público deveriam ser financiados por expansão monetária, já que decréscimos nas taxas de redescontos não necessariamente levariam os bancos a fazerem tais empréstimos, face às suas já grandes reservas ociosas. Também as operações de "open market" poderiam não levar os bancos a emprestarem mais, uma vez que o problema de os saldos

ficarem ociosos tinha tudo a ver com "falta de confiança". Foi neste sentido que eles consideraram os gastos públicos como uma parte essencial da política monetária, o que não deixa de ser uma curiosa interpretação de política fiscal.

Henry Simons (1936), que tinha uma visão de sistema bancário de reservas fracionárias (reservas como fração dos depósitos), julgava que a instabilidade econômica derivava dessa característica, uma vez que as velocidades da moeda e dos depósitos - V e V' - eram influenciadas pelo volume dos substitutos "quase-moeda". Em épocas de "baixa" confiança, os agentes econômicos aumentavam sua proporção de caixa, diminuindo seus depósitos. As reservas fracionárias poderiam, então, não ser suficientes para cobrir retiradas adicionais; ou melhor, poderiam sê-lo para um banco individual, mas não para o sistema como um todo (Tavlas, 1977, p.57).

As idéias da época culminaram, num certo sentido, no "memorandum" enviado ao Congresso, em 1932, assinado por doze economistas de Chicago, criticando a Lei Glass-Steagall, que permitia aos bancos receberem notas da Reserva Federal em troca de títulos do Governo. Embora concordassem que isso poderia retardar a deflação e preparar o caminho para a retomada, julgavam essas medidas modestas porque a grande questão estava na relação preço/custo. Dada a falta de confiança, até os bancos estavam ansiosos de cair fora do crédito. Para aumentar os preços, o caminho deveria passar por generosos gastos públicos, financiados sem o uso de impostos sobre mercadorias ou transações.

No fundo, o que esses economistas fizeram na depressão de 1930 foi distinguir entre a eficácia da política monetária expansionista, quando implementada através de medidas fiscais, e a impotência de tal política quando instituída por meio do sistema bancário comercial. Sua política monetária não era passiva, porque embora subordinada à política fiscal, acreditava no poder discricionário da autoridade monetária em alterar a oferta de

moeda. A crença nesse poder poderia levar-nos a classificá-la como ativa, ainda que de uma forma diferente do que hoje se pensa; isto é, que é possível perseguir uma meta monetária em curtos espaços de tempo. Talvez já se lhe possa atribuir o caráter de política monetária estável ("friedmaniana"), uma vez que a oferta de moeda deveria observar o longo prazo.

É interessante observar, ao final desta seção, uma similaridade básica entre a "velha" Chicago e Keynes, segundo J. Ronnie Davis (1968, p. 481): ambos estariam muito próximos quanto à necessidade de déficit público para sair da depressão. Por outro lado, os chicaguianos pregavam um déficit público compensatório e viam com maus olhos o déficit público secular, que associavam a Keynes. Não me consta, porém, que algum dia Keynes houvesse pregado a manutenção de déficits como panacéia.

De qualquer forma, deve-se reconhecer com Joan Robinson que a "velha" Chicago era bem melhor que Cambridge, que não teria conseguido ir além de uma insípida leitura da equação quantitativa, ou por não ver-lhe causalção ou por invertê-la. Truísmos devem ser usados para exibir relações causais. Se as equações quantitativas fossem usadas desta maneira, com as variáveis dependentes à esquerda e as independentes à direita, embora vagas elas não seriam tolas. "Suponha que, entre um ano e o seguinte, PY suba; ou a atividade aumentou (emprego e produto são maiores este ano que no último) ou o nível geral de preços subiu devido a um aumento nos custos em termos monetários; então, se a quantidade de dinheiro não aumentou, a velocidade de circulação deve ter subido. Mas ela não era considerada assim. Ela era usada como base para o argumento de que uma mudança na quantidade de dinheiro produzirá uma mais ou menos proporcional mudança do nível de preços" (Robinson, 1970, p. 504/5).

O erro de Chicago estaria exatamente em sua hipótese de *post hoc ergo propter hoc* (em tradução livre: o que vem depois é consequência do que vem antes), quando na verdade o lado monetário

(MV) sobe primeiro, antes que o valor da produção (PT) apareça nas estatísticas, por causa do aumento da folha de salários e nos demais empréstimos para capital de giro. Talvez essa superioridade com relação aos ingleses tenha tornado os economistas americanos das décadas de vinte e trinta (chicaguianos ou não) "menos suscetíveis ao vírus keynesiano" (Taylas, 1976).

2. MONETARISMO MODERNO.

Há duas vertentes da escola monetarista: a da economia "fechada", que tem por objetivo estudar a inflação e o desemprego - isto é, o desequilíbrio interno - e a da economia "aberta", que é ligada ao enfoque monetário do balanço de pagamentos. Interessamos, por ora, o primeiro caso: no próximo capítulo, trataremos do segundo.

2.1. A formulação renda de Friedman.

Os antigos escritos de Friedman, entre 1948 e 1953, estavam bem na tradição chicaguiana, onde a política monetária era subordinada à fiscal; isto é, onde os déficits e superávits deveriam refletir-se em mudanças na quantidade de dinheiro. Por isso, inclusive, ele encampava um plano de Simons - 100% de reservas bancárias - e pretendia eliminar as operações de "open market", de forma que a política monetária refletisse, somente, a variação do gasto governamental.

Em 1953, ele falava em duas linguagens alternativas para a discussão do processo monetário: a TOM e a análise keynesiana. Num artigo da época (republicado em Friedman, 1969), ele coloca pela primeira vez na literatura as duas alternativas como hipóteses empiricamente testáveis. Conclui que V se comporta de uma maneira estável ou consistente e que mudanças no estoque de moeda

são fundamentalmente responsáveis por alterações na renda nominal e nos preços. Parece-me que aqui já se apartou da "velha" Chicago, pois "estabilizou" V e, conseqüentemente, a demanda por dinheiro.

Friedman (1970, p. 1/29) parte de uma equação de saldos de caixa:

$M = KPy$, onde M = estoque de dinheiro,
 K = taxa do estoque de moeda sobre a renda = $1/V$,
sendo V a velocidade-renda da moeda ;
 P = índice de preços implícito na estimativa da
renda nacional a preços constantes; e
 y = renda nacional a preços constantes.

Sua demanda por dinheiro incorpora uma série de estudos da "velha" Chicago, particularmente de Knight, e assume a forma

$M/P = f(y, w, r_m, r_e, r_b, 1/P, dP/dt, u)$, onde

y = renda (fluxo) é tomada como proxy para riqueza (estoque);
 w = divisão da riqueza entre formas humanas (capacidade do homem) e não humanas (moeda, títulos e bens físicos);
 r_m = taxa de retorno esperada sobre o dinheiro;
 r_e = idem, sobre ações;
 r_b = idem, sobre títulos de renda fixa;
 $1/P \cdot dP/dt$ = taxa esperada de mudança no preço dos bens; e
 u = outras variáveis, que não a renda, que podem afetar a utilidade atribuída aos serviços do dinheiro.

No "Restatement" (1966, cap. 2) tem-se a versão friedmaniana da TQM, onde v é a velocidade-renda:

$Y = V(r_b, r_e, 1/P \cdot dP/dt, w, Y/P, u) M$

Supondo M fixado exogenamente, para que se possa ter um modelo de determinação da renda seria necessário supor: "que a demanda por moeda é altamente inelástica com relação às variáveis em V " ou "que todas essas variáveis devem ser tomadas como rígidas e fixas". Para ser um teórico quantitativista, portanto, não bastaria crer nas linhas gerais da análise de Friedman num nível puramente formal e abstrato. Seria necessário dentre outras coisas, "aceitar a hipótese empírica de que a demanda por moeda é altamente estável" (idem). Isso não significaria que a quantidade real de dinheiro demandado por unidade de produto ou a velocidade da circulação do dinheiro deveriam ser numericamente constantes ao longo do tempo, mas sim que houvesse uma relação funcional estável entre a quantidade de dinheiro demandado (e a velocidade de circulação) e as variáveis que a determinam.

Nas palavras de Moura da Silva (1981, p.70), "os movimentos do nível de produção física (y) no longo prazo são independentes dos movimentos do estoque nominal de moeda (M) e do índice geral de preços (P)... (e)... os movimentos da velocidade-renda da moeda (V) refletem a atitude dos agentes econômicos em relação ao estoque real de moeda que o público deseja reter face a flutuações do produto real e das expectativas inflacionárias e são assim não-controláveis pelos responsáveis pela condução da política econômica. Assim, como y , a trajetória de V é independente das variações no estoque nominal de moeda e reflete o comportamento racional e previsível dos agentes econômicos (empresários, trabalhadores e consumidores)". As estabilidades de y e V não significariam, portanto, "constância dessas variáveis, mas sim trajetória estável e não sujeita a flutuações erráticas, a menos de intervenções danosas do governo através de controle de preços, excesso de gastos, subsídios generosos e políticas ineficientes de emprego".

A longo prazo, são as alterações nas forças não-monetárias tudo o que importa para a renda real (o dinheiro não importa). Por outro lado, são M e as outras variáveis (inclusive a própria

renda real) que afetam K , tudo o que importa para a determinação a longo prazo da renda nominal. O nível de preços não é, portanto, um dado institucional, mas sim "... um resultado conjunto de forças monetárias que determinam a renda nominal e de forças reais que determinam a renda real". A curto prazo, alterações em M não se impactariam em K , como ele atribui a Keynes, mas sim em K , P e y (idem).

Em suma: o nível de preços (P) resulta da interação de forças reais (nível de tecnologia e estrutura de preços relativos) com a política monetária (quantidade nominal de moeda). "Ora, como na visão monetarista os valores de y e V refletem movimentos estáveis das forças automáticas dos mercados livres, segue-se que os movimentos do índice geral de preços refletem os movimentos do estoque nominal da moeda, o qual, por sua vez, é determinado pela política econômica" (idem).

2.2. A taxa de juros.

Embora Friedman trabalhe fundamentalmente com a divergência entre taxa natural e taxa nominal, não se pode dizer que sua teoria é wickselliana. Para Wicksell (ver capítulo II, seção 3), a diferença entre as taxas ocorre não por decisão da autoridade monetária ou dos bancos que, ao contrário, têm um comportamento bastante passivo. O motivo pelo qual os bancos desviam-se da taxa natural seria a inércia. A taxa natural seria um fenômeno essencialmente variável no tempo; ela subiria e desceria à medida que se deslocassem as curvas de poupança e investimento. Os bancos não conseguiriam ajustar-se imediatamente às flutuações da taxa natural - sobre a qual não existem estatísticas - e daí o aparecimento do mecanismo cumulativo.

Friedman (1978), ao contrário, julga que o descolamento das duas taxas se dá por decisão da autoridade monetária que compra

títulos, baixa a taxa nominal, aumenta o crédito e a quantidade de moeda. Suponha-se uma expansão na quantidade de moeda. O impacto inicial é de queda na taxa de juros, mas, simultaneamente M (moeda), I (investimento) e Y (renda) sobem, bem como a preferência pela liquidez, a procura por empréstimos e os preços. Com um certo retardamento, estimado em menos de um ano, estes três efeitos reverterão a tendência decrescente da taxa de juros e, juntos, em um ou dois anos farão com que ela volte ao nível que de outro modo teria tido.

Haveria, ainda, um quarto efeito: a expansão da moeda traria não só acréscimo nos preços, como também nas expectativas do público de que eles continuariam a subir. Os tomadores de empréstimos estariam dispostos a pagar e os emprestadores exigiriam juros mais altos. Ao contrário do que se acredita, poder-se-ia relacionar elevadas e crescentes taxas de juros nominais com política monetária fácil e taxas de juros baixas e decrescentes com crescimento lento na quantidade de moeda (política monetária apertada).

Friedman está querendo dizer, com isso, que a política monetária não pode determinar as taxas de juros, a não ser por períodos bastante limitados, e que estas são um indicador enganoso do fato de a política monetária ser "apertada" ou "fácil". Para isso, melhor seria observar a taxa de mudança da própria quantidade de dinheiro.

Em suma: para Wicksell, mudanças nos preços são reflexo da passividade dos bancos e não da sua atividade no mercado de empréstimos; para Friedman, são consequência da atuação da autoridade monetária ao manipular a taxa nominal de juros.

2.3. A taxa natural de desemprego e a política monetária.

Para melhor entender a questão da política monetária possível de ser realizada, devem-se considerar três conceitos: velocidade-renda da moeda, taxa de juros e taxa de desemprego, abordada a seguir.

Friedman, mais que qualquer outro autor contemporâneo, vem lutando pela reabilitação da teoria quantitativa da moeda. Ele a coloca em termos de taxas de crescimento e, assumindo estabilidade na moeda, chega a $dm = dp + dq = dy$ (d representando variação). O que lhe interessa, no entanto, não é tanto o efeito do aumento da moeda sobre a renda nominal, mas conhecer os efeitos separados sobre os preços (p) e sobre a produção real (q). Na verdade, sua tese fundamental é a de que alterações na oferta de moeda só se impactam nos preços e, a não ser por breves espaços de tempo, não em aumento real do produto.

Para a teoria quantitativa clássica, q era uma constante porque a economia operava sempre a pleno emprego; agora, q aparece como constante devido ao comportamento da taxa natural de desemprego. Esta taxa, em última análise, determinaria o equilíbrio do mercado de trabalho e a estrutura do salário real. Ela seria o eixo em torno do qual flutuaria a taxa real de desemprego.

A exemplo dos modelos neoclássicos de inflação para os anos 60/70, Friedman também se apóia na curva de Phillips, embora fuja à identificação entre variações de salários e preços, já que acompanha a tradição da TQM, onde os preços não se formam a partir dos custos, mas sim da quantidade de moeda (Maia, 1985, p.378). Ele introduz o "estágio 2" da curva de Phillips, onde o "trade-off" entre desemprego e inflação só se dá no curto prazo, porque no longo prazo ela é vertical, prevalecendo a hipótese da taxa natural de desemprego, "que é consistente com as forças reais e com as previsões corretas; o desemprego só pode ser man-

tido abaixo desse nível com uma aceleração da inflação, ou acima dele, através de uma aceleração da deflação" (Friedman, 1985, p. 398).

O que Friedman procura mostrar é que a inflação, através do aumento da taxa de crescimento monetário pelo banco central, só diminui o desemprego num primeiro momento, porque, depois, ele tende a seu nível anterior. A sequência dos efeitos iniciais seria:

- o banco central fixa a taxa de desemprego de mercado abaixo da taxa de desemprego natural (suponha-se estabilidade de preços e que o desemprego de mercado é maior que o "natural");
- o banco central aumenta a taxa de crescimento monetário;
- a taxa de juros cai;
- a renda e o dispêndio sobem. No início, a maior parte da renda aumentará a produção e o emprego e não preços, porque as pessoas esperavam preços e salários estáveis, sendo programados para algum tempo no futuro naquela base;
- os produtores aumentam a produção em relação à expansão inicial da demanda agregada, os empregados através de um trabalho mais longo e os desempregados aceitam empregos agora oferecidos aos salários nominais anteriores.

Passados estes efeitos iniciais positivos, vem a contrapartida negativa:

- os preços de venda dos produtos sobem em reação a um acréscimo não antecipado da demanda nominal de modo mais rápido que os preços dos fatores de produção;
- cai o salário real, embora o salário real antecipado pelos empregados tenha subido, já que eles implicitamente avaliaram o salário oferecido ao nível de preços mais antigos. "Na realidade, a queda simultânea ex-post dos salários reais para os empregados e um aumento ex-ante dos salários reais para os empregados são o que o proporcionou o aumento do emprego" (idem). Isso, aliás, é o que nos deixa curiosos: por que os produtores percebem antes que os trabalhadores as variações na demanda agregada e,

consequentemente, nos salários reais? (Gwaelen, 1992, pag. 62).

... o declínio ex-post do salário real logo afetará as antecipações e os empregados, vendo os preços crescentes dos bens que compram, exigirão salários nominais maiores;

... o desemprego no mercado será menor que o desemprego natural, havendo demanda excessiva de trabalho;

... o salário real tende a crescer para seu nível inicial;

... o desemprego volta a crescer; e, finalmente,

... o banco central teria que acelerar a taxa de crescimento monetário (que é igual à inflação), para manter a taxa de desemprego de mercado menor que a "natural".

É claro que se pode imaginar uma situação inversa onde o banco central escolheria uma taxa de desemprego de mercado superior à taxa natural, sendo levado a produzir primeiro deflação e, depois, deflação acelerada. A alternativa lógica do banco central, escolher as próprias taxas "naturais" de juros ou de emprego seria impossível, devido a elas serem desconhecidas e a mudarem no tempo.

A conclusão é que o banco central pode controlar a taxa de câmbio, o nível de preços, a renda, a taxa de juros, as taxas de inflação ou deflação, etc., tudo em termos nominais, mas não pode controlar as mesmas variáveis (inclusive a taxa de desemprego) em termos reais. Apesar de a política monetária não poder determinar as magnitudes reais a níveis predeterminados, pode ter efeitos importantes sobre essas magnitudes reais.

Sua teoria, pelo lado "monetário", incorpora apenas um repertório de Fisher: a distinção entre taxa de juros nominal e real. Assim, via inflação a autoridade monetária tornaria a taxa nominal de juros menor que a taxa natural subindo a taxa nominal. Ao se antecipar inflacionárias se generalizassem e, como consequência, a inflação precisaria subir mais rápido. Inversamente, a autoridade monetária pela deflação tornaria a taxa nominal maior que a taxa natural. Para manter esta situação, a deflação

teria que ser cada vez mais rápida.

Pelo lado "real", a contrapartida é no mercado de emprego: em qualquer momento, há um nível de desemprego consistente com o equilíbrio na estrutura da taxa de salário real, isto é, na taxa de variação dos salários reais. Neste nível, esta taxa tenderá, em média, a crescer a uma taxa secular "normal", compatível com formação de capital, melhoramento tecnológico, etc..., em sua tendência de longo prazo. Uma taxa de desemprego real menor (maior) que a taxa "natural" de desemprego implicaria a existência de demanda (oferta) excessiva de trabalho, pressionando a taxa de salário real para cima (baixo).

A hipótese da taxa natural de desemprego, ou do aceleracionismo, ou da curva de Phillips ajustada às expectativas seria, enfim, negativamente inclinada no curto e vertical no longo prazo. Nos últimos anos, no entanto, ela se apresentaria positivamente inclinada - isto é, maior inflação estaria acompanhando maior desemprego - devido à intervenção estatal, que cria ruídos no sistema de preços de mercado. O mais importante dos ruídos na formação das expectativas, aliás, não estaria na inflação elevada, mas na sua aceleração. Pode-se dizer que a base deste tipo de teoria econômica neoliberal não tem outro intuito que o de afirmar que a expansão do crédito e a ação econômica do Estado são ineficazes para elevar a produção e o emprego.

Sua aceitação de uma curva de Phillips negativamente inclinada a curto prazo é compatível com expectativas adaptativas. As autoridades monetárias poderiam, no curto prazo, aumentar o nível da demanda agregada e reduzir o desemprego ao custo de inflação maior, mas aumentando simultaneamente as expectativas de inflação futura (deslocando a curva para cima). Os trabalhadores, entretanto, logo ajustariam seus salários à nova inflação, tornando a curva vertical no longo prazo, com a mesma taxa de desemprego (natural) e maior inflação.

Mais recentemente, surgiu a hipótese extrema da curva de Phillips perfeitamente vertical, inclusive no curto prazo, que seria compatível com expectativas racionais. Os agentes econômicos conheceriam perfeitamente os impactos de qualquer política monetária ou fiscal sobre a demanda agregada e os antecipariam. Como todos eles alimentariam as mesmas expectativas, o processo de ajuste seria automático, contínuo, mesmo no curto prazo, quer no mercado de trabalho, quer no de bens e serviços, quer no monetário. Em termos práticos, a curva de Phillips sempre vertical significa a inoperância de qualquer interferência estatal. O governo, "através de uma política expansionista, não pode afetar o nível de desemprego nem estimular o crescimento econômico, sequer no curto prazo, e apenas provocará maior inflação" (Villarreal, 1984, p. 101).

O receituário friedmaniano atribui à política monetária o papel de neutralizadora de distúrbios, principalmente na própria moeda, e providenciadora de um fundo estável para a economia, de forma a manter a flexibilidade nos preços e salários relativos. Ao conduzir a política monetária, a autoridade monetária deve atentar, portanto, para dois preceitos:

- deve guiar-se pelas magnitudes que pode controlar, o que inclui a taxa de câmbio, o nível de preços e, principalmente, a quantidade de um total monetário ($M1$, $M2$ ou qualquer M_s), excluindo a taxa de juros ou o nível de desemprego; e
- deve evitar oscilações bruscas na política; na prática, ela agiria "tarde demais e demasiadamente..." face aos "lags" temporais... Sua receita final seria, então, a da "adoção pública de uma política para a obtenção de uma taxa crescente constante num total monetário especificado. A exata taxa de crescimento, assim como o preciso total monetário, serão menos importantes que a adoção de uma taxa declarada e conhecida" (idem). Daí o porquê de chamá-la de política monetária estável.

Wallich (1982, p. 47/9) também acha que o papel do governo é o de fazer apenas uma política de estabilização, que evite brus-

cas mudanças nas políticas fiscal e monetária. Embora admita que as novas técnicas de controle de oferta monetária permitem hoje, um "fine tuning", afirma haverem retornos rapidamente decrescentes e custos rapidamente crescentes associados a controles mais rígidos dos agregados. A "sintonia fina" seria derivada, em última análise, da "crença nas virtudes do grande governo", mas, apesar disso, advoga que mais controle na oferta de moeda é, invariavelmente, melhor que menos.

No fundo, não parece má a constatação de Friedman de que as políticas de "stop-and-go" têm sido maléficas. O problema está na qualidade de sua própria teoria, que não trata adequadamente as expectativas. Veremos na segunda parte que, ao conceituá-las logicamente - no sentido de usá-las no contexto de uma análise estático-comparativa- ele perde a capacidade de entender a instabilidade do capitalismo com suas bruscas reversões.

Capítulo IV

ABORDAGENS TEÓRICAS DE AJUSTE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS.

Na seção 2 do capítulo anterior, mencionamos a existência de uma vertente monetarista voltada aos desequilíbrios externos. É do que trataremos agora.

Eduardo Wiesner(1985,p.4), ex-ministro das Finanças da Colômbia então dirigindo o Departamento do Hemisfério Ocidental do Fundo Monetário Internacional(FMI), publicou artigo acerca das causas da crise da dívida na América Latina. Sua argumentação passa por aqueles que parecem ser os dois caminhos analíticos para se enfrentar desequilíbrios externos. De um lado, impactos negativos sobre o balanço de pagamentos são vistos como consequência de déficit financiado por crédito interno. "O excesso de liquidez levará inevitavelmente a maior inflação, maiores empréstimos externos ou maior perda de reservas internacionais, ou a uma combinação destas três coisas. E estas, por sua vez, levarão à desvalorização da moeda".

De outro lado, enumera uma série de fatores externos que estariam na raiz da crise: deterioração das relações de troca da América Latina com seus parceiros comerciais desenvolvidos e choques externos, particularmente o do petróleo (1973 e 1979) e o dos juros (1979). Ainda um terceiro grupo de fatores deveria ser mencionado, compreendendo os fluxos financeiros externos, captados pelos bancos comerciais na órbita do euromercado. À princípio, esses recursos teriam financiado, a custo real zero ou mesmo negativo, o ajuste com endividamento efetuado como contrapartida da deterioração dos termos de troca e dos choques externos. Posteriormente, com o acréscimo do fator risco, o financiamento se faria a custos crescentes e com prazos cada vez mais curtos.

Embora reconhecendo a importância desses fatores externos, Wessner não acredita que os mesmos possam ter provocado a crise; o que fizeram foi agravá-la. O fulcro de sua visão quantitativista centra-se na primeira vertente: foram os déficits fiscais e as políticas monetária e creditícia que desestruturaram os balanços de pagamentos dos países da América Latina. Neste contexto, o que o financiamento externo conseguiu foi, apenas, adiar medidas de contenção que deveriam ter sido tomadas a mais tempo, em algum ponto a partir de 1974/5.

O objetivo deste capítulo é o de recuperar a raiz teórica desta visão - que busca retomar Ricardo, após o advento do paradigma keynesiano -, o que será feito através da análise das três abordagens neoclássicas dos problemas de balanço de pagamentos: enfoques da elasticidade, da absorção e monetário (este o do FMI). Ênfase será dada às suposições subjacentes a seus modelos analíticos, particularmente nos dois últimos casos.

1. ANÁLISE DA ELASTICIDADE.

A profunda influência do pensamento keynesiano colocou o problema de como seriam os mecanismos de ajuste do futuro. Se a intervenção estatal pudesse prevenir ou reduzir as mudanças no nível do emprego, a única alternativa para equilibrar as contas externas seria através do mecanismo de preços: ou seja, por mudanças nos termos de intercâmbio. Não significa isso um retorno total às teses clássicas, na medida em que estas centravam-se numa ótica monetária válida para a escala global e onde os ajustes se processariam de maneira automática. Reaproximavam-se delas, contudo, por destacarem movimentos na taxa de câmbio (não automáticos, mas programados) como os únicos capazes de influenciar o comércio internacional, afóra os controles diretos. Foi, portanto, dentro do contexto do ajuste do balanço de pagamentos via flutuações da taxa de câmbio, com emprego estável, que se inseriu

a teoria da estabilidade do câmbio, também conhecida como enfoque dos preços relativos, enfoque oferta/demanda, enfoque marshalliano ou enfoque da elasticidade. Seu objetivo era verificar se a taxa de câmbio flexível trazia ou não instabilidade ao capitalismo.

Até os anos trinta, acreditava-se que mudanças no valor de uma moeda só deveriam ocorrer para corrigir um desequilíbrio fundamental, isto é, um déficit persistente no balanço de pagamentos. Mesmo na ausência de transações especulativas na conta de capitais, duvidava-se da capacidade de uma depreciação a curto prazo da moeda levar ao equilíbrio nas contas externas. Se a elasticidade da demanda fosse pequena, tais mudanças de preços relativos poderiam mostrar-se perniciosas, agravando o desequilíbrio originário.

Embora com a limitação de a teoria só abranger recebimentos e pagamentos em conta-corrente, os partidários da "elasticidade" do balanço de pagamentos tentaram enfrentar o problema da instabilidade do sistema, aprofundando a análise das elasticidade-demanda de importações (n_1 e n_2) e das elasticidades-oferta de exportações (e_1 e e_2) entre dois países.

Se k for definido como a proporção da desvalorização da moeda de um dos países com relação ao outro, pode-se mostrar que haverá instabilidade a menos que a expressão entre colchetes seja positiva, "pois a estabilidade do câmbio exige que a depreciação deve aumentar o estoque líquido de moeda estrangeira do país" (Metzler, 1966, p.226).

$$t \ x/y = k \left[\frac{n_1 n_2 (1 + e_1 + e_2) + e_1 e_2 (n_1 + n_2 - 1)}{(n_1 + e_2) (n_2 + e_1)} \right]$$

Dois casos extremos sintetizam as conclusões teóricas da época: se as exportações de bens e serviços são produzidas sob preços de oferta constantes (caso de muitos produtos manufaturados), $e_1 = e_2 = \infty$ e a elasticidade do balanço de pagamentos será igual a $n_1 + n_2 - 1$. Para que se alcance estabilidade será necessário, no mínimo, que a soma das duas elasticidades-demanda seja maior que a unidade. Inversamente, se a oferta de exportações é completamente inelástica (caso de produtos agrícolas, ao menos no curto prazo), $e_1 = e_2 = 0$, a elasticidade do balanço de pagamentos será sempre positiva e igual a unidade, independentemente das elasticidades-demanda. "Sob tais condições, a desvalorização sempre melhora o balanço de pagamentos de um país não importa quão inelásticas as demandas por importações possam ser" (Metzler, 1966, p.227).

Em resumo: "A versão mais largamente usada do enfoque de preços relativos trabalha com curvas de oferta e demanda por divisas estrangeiras. As posições e formas destas curvas e, assim, suas elasticidades nos vários pontos, são "deduzidas" da oferta e demanda por exportações e da oferta e demanda por importações; e todas elas, por sua vez, são deduzidas das condições de oferta e das condições de demanda em todos os mercados externos e domésticos, porque toda oferta em mercado estrangeiro é um excesso de oferta sobre a demanda doméstica e toda demanda em mercado estrangeiro é um excesso de demanda sobre a oferta doméstica" (Marshall, 1955, p.256).

A questão era saber se se podia tomar a forma de qualquer dessas curvas como dada ou era possível predeterminar as elasticidades, usando-as na solução dos problemas do comércio exterior. É óbvio, contudo, o irrealismo de se trabalhar com condições de custos e renda inalterados e dados, com o que mudanças simultâneas na produção de muitos produtos só poderiam implicar alterações significativas no comportamento de tais curvas de custo. Seu principal problema residia na suposição de serem dadas e conhecidas as elasticidades-preço o que não corresponde à verdade.

Seus teóricos concluíram, a partir de seu aparato teórico e da observação empírica do entre-guerras, que ajustes de curto prazo nas taxas de câmbio não garantem, necessariamente, o reequilíbrio externo. "Considerando as baixas elasticidades-preço que foram encontradas na maioria dos estudos empíricos da demanda, parece provável que a desvalorização no curto prazo não pode melhorar a balança comercial de um país a menos que uma demanda inelástica por importações seja confrontada por uma correspondente oferta inelástica de exportações" (Metzler, 1966, p.292). Chegou-se, portanto, ao "pessimismo da desvalorização" e propôs-se taxas de câmbio fixas, com os desequilíbrios devendo ser eliminados através do uso de recursos externos ou por controles diretos das importações.

Seu único mérito foi o de tentar levar em conta as condições de todos os mercados envolvidos, com o que qualquer tentativa de se eliminar um déficit no balanço de pagamentos teria que encontrar contrapartida na eliminação do superávit do balanço de pagamentos do Resto do Mundo. Ao tratar dos enfoques da absorção e monetário, vai-se ver que o "ajuste mútuo" fica completamente descartado, na medida em que a análise se endogeniza, no sentido de só se observar o efeito de uma desvalorização de câmbio na renda e no gasto do país que o efetuou.

A busca, enfim, de quantificar elasticidades não passava de um exercício que encobria o verdadeiro caminho a ser percorrido. Não se tratava de buscar, apenas, o como ajustar, que é a forma "pragmática" de considerar a ordem econômica mundial como dada. A primeira pergunta a se fazer será a do porquê de tais alterações nos preços relativos.

Esta trilha, por sinal, só foi seguida por aqueles que, no âmbito da Economia Política - a Depal, dentre outros -, foram buscar as reais causas da deteriorização das relações de troca no desenvolvimento desigual da economia mundial ("...cuja expressão imediata é o desnível da produtividade média e de renda entre

centro e periferia"), particularmente no que diz respeito à propagação desbalanceada do progresso técnico (Cardoso de Mello, 1982).

2.- ENFOQUE DA ABSORÇÃO.

2.1. A transição do enfoque da elasticidade para o da absorção.

Dadas as limitações do enfoque da elasticidade, a discussão teórica derivou para análises de equilíbrio parcial, restringindo-se ao mercado de bens comerciáveis e ao impacto de uma desvalorização cambial sobre o preço dos não-comerciáveis e sobre a renda agregada (Ramalho, 1987, p.32/3).

Dai ao enfoque da absorção foi um passo. Alexander (1959, p.22/42), seu pioneiro, começa a desenvolver fórmulas para explicar o balanço de pagamentos em conta-corrente, que é visto como diretamente dependente dos níveis de renda e despesa agregadas. Ao invés de enfatizar a estrutura de preços relativos de bens importados e exportados, o que traz sérios problemas empíricos, passou-se ao estudo da taxa de acumulação/desacumulação de ativos externos (títulos mais dinheiro).

Uma síntese destes métodos poderia ser assim traçada:

- o enfoque da elasticidade acha que um ajuste do balanço de pagamentos é via preços relativos: se o estoque da moeda sobe, subirá o nível de preços (a TQM está sempre suposta); consequentemente, cairão as exportações, que se terão tornado mais caras, e subirão as importações, que se terão tornado mais baratas. O equilíbrio acabará por se impor. A taxa de mudança das reservas se formará como um resíduo dos determinantes da conta de bens e serviços (conta-corrente) e da conta de capital;

- o enfoque de absorção (assim como o monetário, adiante) preocupa-se com o relacionamento entre gasto doméstico e renda. Se o estoque de moeda (reservas) cresce, o gasto subirá com relação à renda, o que implicará um déficit do balanço de pagamentos, porque as importações subirão. Na medida, porém, em que estas últimas sobem, a tendência será no sentido de diminuir as reservas (cai o estoque de moeda), com o que o gasto se igualará à renda, como condição de equilíbrio. Enfim, a crença subjacente é que o ajuste deriva da maior demanda de bens pelo país onde o estoque de moeda subiu e menor demanda no país onde o estoque de moeda caiu.

A abordagem de absorção aos problemas de ajuste externo das economias capitalistas, também é considerada como enfoque de gasto agregado, enfoque da absorção da renda/despesa e, inclusive, enfoque keynesiano. Sua "contribuição" foi a de chamar atenção para o papel do mercado e da política monetária nas interrelações entre os setores domésticos e externos de uma economia.

2.2. Idéias que caracterizam o enfoque da absorção.

O modelo da absorção, originalmente desenvolvido por Alexander, foi apresentado e criticado por Fritz Machlup (1955), com pequenas modificações, apenas, na notação empregada.

$$Y = C + I + G + X - M$$

$$\text{Se } A = \text{absorção} = C + I + G$$

$$B = \text{balança comercial} = X - M$$

tem-se que $B = Y - A$, isto é, que a balança comercial é sempre igual à diferença entre a renda e a absorção. "A balança comercial é negativa quando a nação absorve mais do que sua renda. A

balança comercial pode melhorar se a renda aumenta enquanto a absorção aumenta menos ou permanece inalterada ou cai; ou se a absorção decresce enquanto a renda decresce menos ou permanece inalterada" (Machlup, 1955, p.259).

Para a correção dos déficits de balanço de pagamentos em conta-corrente, deve-se aumentar a produção ou diminuir a absorção (políticas de desabsorção). Deve-se modificar renda e despesa de modo a igualá-las, isto é, aumentar a poupança e/ou diminuir o investimento (Ramalho, 1987, p.34).

Em pleno emprego, uma desvalorização cambial não pode melhorar o balanço de pagamentos em conta-corrente, a não ser que reduza a absorção.

2.3. A questão do ajuste.

A problemática do ajuste resume-se, então, em investigar como uma desvalorização cambial afeta a absorção, seja através de uma alteração na renda e desta para A, seja diretamente sobre A.

$$dB = dY - dA$$

O efeito da desvalorização sobre a renda aparecerá em dY ; o efeito da mudança da renda sobre a absorção e o efeito direto da desvalorização sobre a absorção aparecerá em dA . Chamando a mudança induzida pela renda de $c.dY$, onde c é igual à propensão marginal a absorver a renda - ou seja, o somatório das propensões marginais a consumir, investir e gastar - e a mudança não induzida (direta) de dA , tem-se que:

$$dB = (1 - c) dY - dA$$

Como exemplos de alterações na absorção induzidas pela renda a partir de uma desvalorização cambial tem-se (I) aquelas provocadas pela existência de recursos ociosos e (II) aquelas ligadas a mudanças que venham a ocorrer nos termos de troca. Como exemplo de efeitos diretos sobre a absorção detonados por desvalorização cambial cite-se (III) aqueles provocados no valor real dos saldos de caixa de pessoas e firmas.

I - O efeito de recursos ociosos.

Alexander presume que a absorção ($A = C + I + G$) é função da renda e que a exportação é a variável estratégica. A partir de uma desvalorização cambial, sobem as exportações e, havendo recursos ociosos, a renda. O emprego aumenta nas indústrias exportadoras e, conseqüentemente, o consumo. Decorre daí um incremento no emprego das indústrias de bens de consumo ("multiplicador do comércio internacional").

O autor, no entanto, inclina-se à crença que a propensão marginal a absorver a renda (c) é maior que a unidade, que $(1 - c)$ é negativo e, conseqüentemente, que a balança comercial se tornará pior como resultado do aumento da renda devido ao efeito dos recursos ociosos da desvalorização. "Presuma, por um momento, que a renda aumentará como resultado de uma desvalorização. Este efeito desvalorização sobre a renda e o conseqüente efeito-renda sobre a absorção melhorará a balança comercial apenas se c for menor que a unidade. Mas, enquanto a propensão marginal a consumir é usualmente menor que a unidade, c , a propensão marginal combinada a consumir, investir e gastar pode bem ser maior que a unidade. Se assim for, $(1 - c) dY$, a mudança não absorvida na renda, será negativa e a balança comercial deteriorará, ao invés de melhorar". (Machlup, 1955, p. 259).

É claro que aqui há uma circularidade. Dizer-se que as propensões marginais são menores que a unidade, mas que c pode ser

melhor que a unidade é, meramente, partir daquilo que precisa ser provado: isto é, que o gasto cresça mais que a renda. Partir de uma situação hipotética ($c > 1$) e chegar à conclusão que o aumento da renda e do emprego levarão a uma deterioração da balança comercial, parece não ter outra finalidade que a de reforçar a idéia central de corte de gastos, mesmo no caso de existência de capacidade ociosa.

II - O efeito dos termos de troca.

Alexander acha que uma desvalorização cambial deteriorará os termos de troca do país, com base na evidência de que as "exportações de um país são usualmente mais especializadas que suas importações" (Machlup, 1955, p.266).

Há um primeiro efeito na balança comercial através de alterações de preços (que ele vai designar por t), e um segundo através das mudanças induzidas pela renda na absorção. O primeiro efeito (t) será, normalmente, o de uma igual e simultânea redução (deterioração) da balança comercial e da renda real. O segundo, vai depender da propensão marginal de não absorver a renda; multiplicando t pela parcela não absorvida da renda ($1 - c$), chegar-se-á ao efeito final $(1 - c) t$, que poderá ser maior que zero, melhorando a balança comercial. Como se assume $t < 0$ e $(1 - c) < 0$, para que $(1 - c) t > 0$ é necessário que $c > 1$. Não se deve esquecer, porém, que c é a propensão marginal a absorver a renda e se sua magnitude é superior à da unidade, volta-se, mais uma vez, a postular que o gasto supera a renda.

Alexander prefere imaginar que a posição de um país é tão pequena (hipótese de "país pequeno"), que qualquer desvalorização não afetará as condições globais da elasticidade demanda e oferta externas. Só que esta suposição nos remete ao enfoque da elasticidade, o que acaba por dar razão a Machlup, que afirma estar esta abordagem (através do efeito dos termos de troca) ainda viva

no enfoque da absorção. Não seriam elas alternativas e sim enfoques complementares na análise dos efeitos de uma desvalorização de câmbio.

III - O efeito dos saldos de caixa (efeito direto sobre a absorção).

Uma desvalorização cambial ocasionará um acréscimo em todos os preços domésticos: importações, exportações, substituições de importações, exportações potenciais e bens intermediários exigidos para sua produção. Se essa pressão inflacionária não for enfrentada por restrição de crédito da autoridade monetária, de modo a forçar a redução de preços em outros setores da economia, o resultado será uma queda no valor real dos saldos de caixa totais, com o que pessoas e firmas procurarão recompô-los por dois caminhos:

- comprando menos, o que levará a uma queda no consumo e no investimento; e
- vendendo ativos e títulos de dívida. Neste caso, o preço dos ativos e dos títulos cairá, subindo a taxa de juros. Como não se está supondo movimentos autônomos de capitais (não há compradores externos) e se exclui a criação de crédito (bancos também não compram), só os residentes não banqueiros comprarão tais ativos e títulos. O resultado final, a exemplo do caso anterior, é o da queda no consumo e no investimento.

Johnson (1976) abre melhor esta questão, ao dirigir sua atenção para as implicações monetárias de um déficit, o que comportaria duas alternativas:

A) com a queda nos saldos de caixa dos residentes face aos estrangeiros, a moeda nacional irá sendo transferida para a autoridade cambial estrangeira. À medida que as reservas se aproximam do "mínimo", começa uma subida da taxa de juros, as condições de

crédito se apertam, o gasto agregado cai e, talvez, suba o recebimento agregado. O ajuste é automático, com o déficit sendo financiado por desantesouramento.

Pode ocorrer, no entanto, que as reservas sejam tão baixas em relação à oferta doméstica de dinheiro que a autoridade de política tenha que intervir antes que o processo autoregulador comece a se fazer sentir. Por isso é que se propõe a manutenção de elevado nível de reservas internacionais de modo a dar às autoridades econômicas tempo para promover os ajustes necessários à correção dos desequilíbrios no balanço de pagamentos. Friedman, ao contrário, com base no mesmo argumento, critica reservas elevadas por darem às autoridades mais poder para "resistir a desejáveis ajustamentos":

B) se a queda nos saldos de caixa dos residentes for reposta por compra de títulos pela autoridade monetária ou cambial estrangeira no mercado aberto, a oferta doméstica de dinheiro pode ser mantida por criação de crédito. Com isso, o déficit pode continuar indefinidamente ou até que as reservas minguantes forcem as autoridades econômicas a tomar uma decisão.

Em suma: Alexander usou vários "canais" através dos quais as desvalorizações afetariam a renda ou a absorção. Concluiu que desvalorizações cambiais tendem a deteriorar a renda e, consequentemente, a balança comercial de um país, pelo lado dos efeitos de recursos ociosos e dos termos de troca. No que diz respeito à demanda de dinheiro, em termos "reais", a desvalorização cambial implicará queda na absorção (efeito recessivo), embora seja positivo o resultado em termos de superávit comercial com o exterior. A interação destes efeitos contrários, entretanto, tende a apresentar um balanço final negativo, o que por si só fala contra a política de desvalorização da moeda. Também ele caiu no "pessimismo da desvalorização", particularmente para as análises do pleno emprego.

2.4. Ajuste e déficit tipo "estoque" e tipo "fluxo".

Uma contribuição de Johnson relaciona-se à diferenciação entre o que ele chama de déficit tipo "estoque" e déficit tipo "fluxo". "Dois tipos de decisão agregada que levam a um déficit de balanço de pagamentos podem ser distinguidos em princípio, correspondendo à distinção traçada em teoria monetária entre decisões de estoque e decisões de fluxo: uma decisão (de estoque) para alterar a composição dos ativos da comunidade substituindo outros ativos por dinheiro doméstico e uma decisão (de fluxo) para gastar em excesso das receitas correntes" (Johnson, 1976, p. 52).

1) Um déficit em B do tipo "estoque", envolve uma decisão de alterar a composição dos ativos da comunidade substituindo-os (vendendo-os) por dinheiro doméstico. Desde que a decisão de "estoque" é tomada "de uma vez por todas", o caráter deste desequilíbrio é inerentemente temporário. Em outras palavras, "o déficit envolve a substituição de reservas internacionais por estoques de bens exportáveis e/ou por posses de títulos internacionais comerciáveis, a mudança sendo motivada por considerações de lucro privado" (Johnson, 1976, p.53).

Pode ocorrer, entretanto, que as reservas internacionais do país sejam pequenas, o que levará a autoridade monetária a intervir na política econômica com vistas a desencorajar:

- a compra (estoque) de bens com moeda nacional via direta (restrições de crédito para elevar o custo da manutenção desses bens, desvalorização da moeda, tributação sobre estoques ou sobre vendas domésticas) ou indireta (restrições quantitativas às importações);
- a compra de títulos com moeda nacional via restrições creditícias (a autoridade monetária troca moeda nacional por títulos de forma compensatória), desvalorização da moeda ou controle cambial.

O fato de ser temporário e de poder ser corrigido sem perda real na posição econômica do país, faz deste déficit de tipo "estoque" uma situação pouco importante em comparação ao caso seguinte;

III) Um déficit em B do tipo "fluxo", envolve uma decisão de gastar acima das receitas correntes e não é inerentemente temporário.

Refazendo B = déficit do balanço de pagamentos;

Y = renda-produto nacional; e

A = gasto agregado = absorção

tem-se que $B = Y - A$

Políticas para corrigir déficits em conta-corrente podem, então, tomar dois rumos: (a) ou aumentar a produção (Y), ou (b) diminuir o gasto (A).

a) Aumentar a produção (Y) equivale a trocar a composição do gasto (A) de bens estrangeiros para bens domésticos ("expenditure-switching policies"). O caminho para incentivar estas políticas de "substituição de importações" passa pela desvalorização cambial e/ou pelo controle comercial seletivo (tarifas, subsídios, restrições quantitativas). É óbvio, entretanto, que o sucesso de tais medidas está condicionado pela existência de capacidade ociosa na economia, que possa ser mobilizada para atender à demanda adicional.

Se há subemprego, as "expenditure-switching policies" podem levar ao acréscimo do emprego e da renda, embora às custas do aumento do nível interno de preços. O aumento no produto doméstico pode tender a elevar o nível de preços doméstico, através da operação de incrementar custos reais marginais de produção e, inversamente, o nível de preços externos pode tender a cair, assim parcialmente neutralizando os efeitos iniciais da política de troca

("switch policy"); mas tais repercussões podem legitimamente ser analisadas em termos de conceitos de elasticidade, desde que o desemprego implique que fatores adicionais estão disponíveis aos preços correntes" (Johnson, 1976, p.59).

No caso de pleno emprego, não pode haver aumento de produto e sim queda no gasto real, o que pode ser conseguido com inflação de demanda. Esta, aliás, teria duas facetas: por um lado, o acréscimo de preços contrabalança o "switch"; por outro, permite o reequilíbrio de B (elimina o déficit) por reduzir o gasto real através do: acréscimo marginal do imposto de renda; concentração de renda a favor dos lucros, o que permite elevar a propensão poupada da renda; e redução do poder de compra do público.

b) Para corrigir déficits em conta-corrente pode-se, também, diminuir o gasto (A) via "expenditure-reducing policies". A diferença entre este caso e o anterior é que lá buscava-se reduzir gastos reais via inflação, enquanto aqui parte-se para um corte direto (nominal) dos mesmos.

Restrições monetárias, política orçamentária e controles diretos seriam os instrumentos adequados, desde que o país em processo de ajuste sofresse de inflação. Seria mal, contudo, no caso de haver desemprego, porque levaria a reduções adicionais dos níveis de emprego e renda.

2.5. Uma Síntese.

O principal problema do enfoque da elasticidade é que se supõe serem dadas e conhecidas as elasticidades-preço dos diversos produtos, o que não é verdade. Já o enfoque da absorção dá ênfase às propensões a gastar, achando que c (propensão marginal a absorver) é dada e conhecida, o que também não é verdade nem a cur-

to, nem a longo prazo. Ela não seria nem mesmo estável, o que estaria de acordo com a noção keynesiana de decisão de investir.

O enfoque da absorção trata com recebimentos e pagamentos agregados e não apenas com aqueles relativos às contas externas. As hipóteses de mobilidade de capitais e conversibilidade da moeda nacional permitem destacar o caráter monetário dos desequilíbrios do balanço de pagamentos. Os déficits passam a ser vistos, com base na equação "keynesiana" da renda, como o resultado de um gasto agregado superior à renda gerada pela economia e qualquer política tendente a corrigi-los via política cambial é de resultados no mínimo duvidosos.

A natureza monetária dos déficits se revela no fato de que o ajuste automático passa por desentescoramento de moeda nacional por parte dos residentes ou por criação de crédito pelas autoridades monetárias. Se o déficit for do tipo estoque pode ser resolvido de duas formas. Se há um bom nível de reservas internacionais, através da sua troca por estoques de bens exportáveis ou importáveis e/ou por títulos internacionalmente comerciáveis. Se é baixo o nível das reservas, através de controle direto e indireto sobre a compra de bens e títulos com moeda nacional, por parte da autoridade monetária. Se o déficit nas contas-correntes for do tipo fluxo, ele pode ser enfrentado por "expenditure-switching policies" - que envolvem o conceito de "substituição de importações" - e por "expenditure-reducing policies", isto é, por cortes diretos de gastos.

No caso de subemprego, as "expenditure-switching policies" podem levar a aumento do emprego e da renda, embora às custas de inflação. Em pleno emprego, porém, o "switch" deve ser apoiado por quedas no gasto real ("expenditure-reducing policies"), o que pode ser conseguido com cortes diretos ou através de inflação de demanda.

De um ponto de vista meramente contábil, poder-se-ia dizer que as contas do balanço de pagamentos são "lançamentos" do país para com o exterior, com os superávits (déficits) em conta-corrente e as contas de capitais representando fluxos excedentes de oferta (demanda) de bens e títulos. A conta de reservas, ao contrário, sempre que está em alta (baixa) tem o sentido de um fluxo exce-

financiamentos e amortizações.

Conta de capital trata dos investimentos diretos, empréstimos (nos) e as transferências (remessas, doações e subvenções). A balança comercial $(X - M)$, os serviços (frete, "royalties" e ju- ignore o item erros e omissões. As contas correntes envolvem o do saldo em conta corrente e da conta de capital, desde que se O balanço de pagamentos de um país é constituído pela soma

circulação na economia.

fundos de títulos domésticos para estrangeiros que estejam em (interesses de juros e, com isso, levar os rendimentos a moverem seus E o caso, por exemplo, de autoridade monetária diminuir as taxas exatante, movimentos de dinheiro através do balanço de pagamentos. tro de ativos externos, porque sua acumulação não implica, forço- de ativos externos, aquele trabalha com um subconjunto do espec- analise. Enquanto este estuda a taxa de acumulação/deacumulação é uma derivação do enfoque da absorção, ao que reduz seu campo de foi formulado por J.J. Polak (1977), em 1957. O enfoque monetário renda e de problemas de balanço de pagamentos, ao nível do FMI. O modelo inicial para a análise monetária da formação da

3. ENFOQUE MONETÁRIO.

é a política monetária e não a cambial, em última análise, que pode contribuir para o equilíbrio das contas externas, ba- zicamente promovendo uma recessão econômica que elimine os défi- cite no balanço de pagamentos.

dente de demanda (oferta) por (de) dinheiro (Dornbusch e Fisher, 1982, p. 549/51).

A expressão enfoque monetário do balanço de pagamentos é usada porque sua análise parte do princípio de que o balanço de pagamentos é, essencialmente, um fenômeno monetário. Volta sua atenção para a conta de reservas porque a entende como o resultado de um fluxo excedente de demanda por dinheiro sobre a oferta de dinheiro.

3.1. A transição do enfoque da absorção para o monetário.

Há três maneiras de se fazer a passagem para o enfoque monetário (Ramalho, 1987, p.35/40): através das hipóteses do efeito liquidez real, do efeito taxa de juros e da contrapartida monetária.

No primeiro caso, (efeito liquidez real), supõe-se que $A = A(M/P)$, onde M/P representa o estoque real de moeda da economia. Dados P e Y , temos que $dM < 0 \Rightarrow dA < 0 \Rightarrow dB < 0$. Logo, uma expansão (contração) monetária piora (melhora) o saldo do balanço em contas-correntes. No segundo caso (efeito taxa de juros), supõe-se $A = A(r)$, com derivada primeira negativa; simultaneamente, postula-se que $r = r(M/P)$, com derivada primeira negativa, que é uma função LM. Dados P e Y temos que:

$$dM < 0 \Rightarrow dr < 0 \Rightarrow dA > 0 \Rightarrow dB < 0.$$

Da mesma forma anterior, uma expansão (contração) monetária piora (melhora) o balanço em conta-corrente, desta vez em função da diminuição (aumento) da taxa de juros.

No último caso, ao invés do saldo em conta-corrente (B), o que se enfatiza é sua contrapartida no mercado monetário (H), is-

to é, o entesouramento. Passar-se para $H = Y - A$ e, mais particularmente, para $d M_d - d M_c = Y - A$, onde $d M_d$ é a variação na demanda de moeda pelos residentes e $d M_c$ é a criação ou destruição de moeda doméstica. Isto é, a expansão do crédito doméstico pelas autoridades monetárias.

As relações de causalidade assim se expressariam:

- para $d M_d = 0$, se $d M_c > 0 \rightarrow d M_d - d M_c < 0 \rightarrow Y - A < 0 \rightarrow B < 0$;

- para $d M_c = 0$, se $d M_d > 0 \rightarrow d M_d - d M_c > 0 \rightarrow Y - A > 0 \rightarrow B > 0$.

Uma expansão monetária não apenas piora o saldo da balança em conta-corrente ($d B < 0$), mas gera um saldo negativo ($B < 0$), diferentemente dos dois casos anteriores. "Através da hipótese da contrapartida monetária conclui-se que a manutenção da oferta e da demanda de moeda inalteradas só é compatível com um saldo zero na balança em conta-corrente, enquanto antes se inferia apenas que não haveria alteração nesse saldo, qualquer que fosse" (Ramalho, 1987, p.40).

3.2. Suposições.

Algumas das suposições básicas do enfoque monetário são:

a) a demanda por dinheiro agregada é uma função estável de algumas poucas variáveis macroeconômicas (hipótese friedmaniana). No modelo de Polak, esta suposição aparece sob a forma de constância na velocidade-renda de circulação do dinheiro, embora aceite-se que ela difere entre os diversos países. Esta hipótese, aliás, é que permitiria a conversão de uma mera tautologia derivada da identidade contábil das contas do balanço de pagamentos em teoria. Assim, também, "o que converte a equação quantitativa em uma

teoria quantitativa é a suposição de que a velocidade é algum tipo de função estável (primitivamente, uma constante institucionalmente determinada);..." (Frenkel e Johnson, 1976, p.25);

b) há mobilidade de capitais. Já se viu que, desde Ricardo, prevalece a visão de que os preços são formados no mercado mundial, bastando para tanto que se permita liberdade econômica. Arbitragem especulativa, em busca de maximização de lucro, garantiria a transferência de recursos entre os países. Por trás desta hipótese está a de "país pequeno", para quem os preços mundiais e a taxa de juros são dados;

c) há uma distribuição natural de dinheiro entre os países, devido à concorrência e arbitragem;

d) há pleno emprego; e

e) variações nas exportações e na expansão do crédito são autônomas (independentes), enquanto variações na renda e nas importações são dependentes.

3.3. O modelo.

1) Faça-se Y = renda nacional nominal (PNB);

$d DA$ = acréscimo no crédito do sistema bancário;

X = exportações nominais;

M = importações nominais;

$d MD$ = acréscimo na quantidade de dinheiro;

m = mudança marginal nas importações nominais devida a mudanças em Y (propensão marginal a importar);

a = índice anual do estoque de dinheiro/fluxo de renda

$da = MD/Y$ = inverso da velocidade-renda de circulação do dinheiro;

R = reservas = $X(t) - M(t)$.

O modelo econômico de Polak acredita que a renda do período t é igual à renda do período anterior mais a nova renda resultan-

te da criação interna de crédito mais a nova renda resultante das exportações menos a renda perdida através das importações. Ou seja:

$$Y(t) = Y(t-1) + dDA(t) + X(t) - M(t) \quad -1-$$

$$\text{Além disso, tenha-se também } M(t) = mY(t-1) \quad -2-$$

"As duas equações em conjunto determinam o desenvolvimento das duas variáveis endógenas, renda e importações, como funções das duas variáveis autônomas, exportações e criação de crédito" (Polak, 1977, p.32).

Mas, como $MO.V = PNB$ e V é constante, tem-se que

$$dMO = dPNB \rightarrow dMO = Y(t) - Y(t-1) \quad -3-$$

De -1- e -3- vem que $dDA(t) + X(t) - M(t) = dMO(t)$ -4- isto é, que o acréscimo na quantidade de moeda em circulação é igual à criação doméstica de crédito mais o resultado líquido do balanço de pagamentos.

Percebe-se, a esta altura, que a renda como função da criação doméstica de crédito (equação -1-) já pressupõe a TOM e que a equação -4- representa a TOM para "economia aberta", apresentando como pressuposto o fato de a moeda nacional ser conversível.

A partir do seu modelo, Polak desenvolve os efeitos esperados em Y , M , MO e R , a partir de variações permanentes e temporárias em X e DA , dentro de um arcabouço walrasiano de equilíbrio geral.

Suas principais conclusões passam pela afirmação de que seria ingenuidade supor que desequilíbrios do balanço de pagamentos possam ser solucionados, através do tempo, meramente através de acréscimos nas exportações ou restrições às importações: "A vi-

são correta, de acordo com nossas conclusões, é que estes eventos produzirão por si mesmos uma temporária, mas não permanente melhoria no balanço de pagamentos" (Polak, 1977, p.44).

Sua prescrição acerca da política financeira passa pela necessidade de controle da expansão de crédito pelo sistema monetário, já que esta leva à queda nas reservas: "A partir disto, poder-se-ia derivar que um país não poderia permitir qualquer expansão permanente do crédito interno sem colocar em perigo seu balanço de pagamentos. Para prevenir uma deterioração permanente no balanço de pagamentos, qualquer expansão de crédito em um período deveria ser compensada por uma contração de crédito em período posterior. Em análise mais próxima ficará claro, contudo, que esta conclusão não é geralmente correta. Nós vimos que uma expansão permanente na taxa das exportações levará a um aumento nas reservas. Se este país estiver disposto a renunciar a parte deste aumento nas reservas, ele pode permitir uma expansão secular de crédito para cada expansão secular nas exportações".

Polak, em última análise, só admite uma expansão permanente do crédito doméstico se ela vier acoplada a um acréscimo consistente na taxa de exportações. O nível das reservas poder-se-ia manter como resultado das pressões contrárias exercidas por cada uma dessas variáveis.

II) Derive-se, ainda, do modelo básico (equação 4) as seguintes relações:

$$DA = MD - R$$

-5-

Se $k = R/M$ (desejado):

$$m = M/Y; e$$

$$a = MD/Y,$$

pode-se dizer que $R = R/M \cdot M/Y \cdot Y = KmY$

-6-

De -5- e -6- vem que

$$DA = MO - KmY = MO/Y \cdot Y - KmY = aY - KmY = (a - Km)Y$$

$$DA/R = (a - Km) Y / KmY \Rightarrow DA/R = (a/Km) - 1 \quad -7-$$

A equação -7- sintetizaria, em termos gerais, o índice de ativos domésticos com relação aos ativos externos do sistema bancário que uma economia poderia tolerar, como uma proposição de longo prazo. Um país como o Brasil, por exemplo, que em 1954 apresentava baixo índice de importações ($m = M/Y = 0,13$) e com sua velocidade-renda de circulação $V = 1/a = Y/MO = 2,94$ se quisesse manter reservas desejadas de 3 meses de importação no longo prazo ($K = R/M = 0,25$) apresentaria $DA/R = 9,48$. Ou seja, poderia expandir seu crédito doméstico 9,48 vezes mais que suas reservas internacionais com todas as repercussões em Y , M e MO sem comprometer sua posição de equilíbrio no balanço de pagamentos, a longo prazo.

III) Uma atualização do modelo - que, afinal, foi desenvolvido em 1957 - pode ser feita com base nos estudos de Dornbusch (1980, p.12/32).

Fazendo T = imposto líquidos = impostos menos subsídios e
 Tr = transferências unilaterais,

$$Y + Tr - T = C + I + (G - T) + (X + Tr - M) \quad -8-$$

onde a renda disponível se iguala ao consumo mais o investimento mais o déficit do governo mais o balanço em transações correntes.

Como, no entanto, a poupança é

$$S = Y + Tr - T - C \quad -9-$$

chega-se, pela interação das duas últimas equações, a que:

$$X + Tr - M = (S - I) + (T - G)$$

-10-

Traduzindo: um superávit externo nas contas-correntes exige que ou o setor privado poupe mais do que investe ou que o governo arrecade mais do que gasta. Inversamente, um déficit nas transações correntes deve ser coberto por déficits do setor público e/ou do setor privado.

A partir deste momento, os teóricos do FMI acrescentam às equações ditas keynesianas o seu aparato propriamente monetarista. Monetarista, no sentido de que não observa exatamente as contas do balanço de pagamentos, mas as suas "imagens de espelho": ao invés da demanda/oferta de bens e serviços, a oferta/demanda de dinheiro e títulos. Um superávit (déficit) nas transações correntes pode, portanto, ser "lido" como uma mudança positiva (negativa) nos ativos líquidos externos do país (NFA); ou seja,

$$(X + Tr - M) = d \text{ NFA}$$

-11-

Substituindo-se -11- em -10-, tem-se

$$(S - I) + (T - G) = d \text{ NFA}$$

-12-

Isto é, a poupança líquida do setor privado mais a poupança do setor público igualam a aquisição de exigências do país sobre o Resto do Mundo. Em palavras mais claras, igualam a variação das reservas do país.

Nota-se que as variações nos ativos líquidos externos de um país ($d \text{ NFA}$) englobam todos os setores econômicos, como o banco central, os bancos comerciais, o tesouro e o setor privado não bancário. Desagregando-os de forma a ressaltar, apenas, aqueles ligados ao banco central ($d \text{ NFA bacen}$) e fazendo:

CD = crédito doméstico;

H = base monetária; e

PNM = passivo não monetário, tem-se

$$NFA(bacen) + CD = H + PNM$$

Supondo PNM estável:

$$d NFA(bacen) = d H - d CD$$

-13-

Isto é, mudanças nas reservas líquidas das autoridades monetárias são iguais ao excesso de emissão de dinheiro sobre a criação de crédito doméstico, o que também pode ser interpretado da seguinte maneira: mantido constante PNM e estando sob controle CD, H só pode crescer se NFA bacen subir. Esta equação - que, em essência, é igual à equação -4- do Polak - fundamenta os programas de estabilização conduzidos pelo FMI. Primeiro se calcula quanto se terá de financiamento externo para um dado período, depois se calcula a inflação e o crescimento real esperados, para chegar-se à demanda por base monetária; finalmente, a diferença é a expansão no crédito doméstico compatível com essas projeções e restrições. Supõe-se, é claro, a imutabilidade do passivo não monetário. "Para implementar o programa, o procedimento típico é impor tetos ao crédito doméstico que assegurarão que o banco central não prejudicará as metas de saldos externos por 'excessivo' financiamento dos déficits do governo ou por empréstimos ao sistema bancário doméstico" (Dornbusch, 1980, p.26).

Bacha explicita a mesma situação com as seguintes palavras: "O ponto importante a ressaltar é que, na visão do FMI, uma vez controlado o crédito doméstico das autoridades monetárias, está controlada a demanda interna. Pode-se então fazer a seguinte marcha a ré. Primeiro estabelece-se um quadro que se crê factível para o balanço de pagamentos do país durante o período do programa de ajuste. Determina-se, então, o limite para o déficit em conta corrente. Dada uma previsão exógena para o produto interno bruto, fixa-se dessa forma a magnitude a que se deve limitar a demanda agregada interna. Faz-se então uma previsão para a taxa

de inflação, a qual, em princípio, tem de ser declinante, para garantir a respeitabilidade do programa. Determina-se, assim, o valor nominal da demanda interna. Utiliza-se, então, o suposto de uma demanda estável da moeda, fixando-se portanto a quantidade de moeda consistente com o dado nível de demanda agregada. Faz-se, a seguir, uso da relação existente entre a base monetária e a oferta de moeda para estimar-se de quanto a base deve expandir-se. Subtraindo-se, finalmente, a estimativa da variação das reservas internacionais, obtém-se, através do balancete das autoridades monetárias antes exposto, o limite que deve ser estabelecido para o crédito doméstico" (Bacha, 1982, p.12).

A equação -13- permitiria visualizar-se o tipo de intervenção de um banco central no mercado de divisas. Se o país fosse deficitário, a moeda doméstica teria a tendência a se depreciar. Neste caso, ela poderia ser comprada contra a venda de moeda estrangeira (ativos externos líquidos). Como o caixa da autoridade monetária não faz parte do meio circulante, a queda das reservas corresponderia, automaticamente, um decréscimo na base monetária.

Obviamente, a forma de frustrar este processo de ajuste automático seria o banco central do país deficitário vender moeda estrangeira e, para que não houvesse queda na moeda doméstica, ela deveria praticar uma política expansiva de "open market" (comprando títulos públicos) ou aumentar o crédito doméstico.

IV) Uma última qualificação ao modelo envolve diferenciação entre setor público e privado. Suponha-se que o acréscimo no crédito doméstico (dCD) está dividido em crédito ao governo (dCDg) e crédito ao público não bancário (dCDnb)

$$dCD = dCDg + dCDnb$$

-14-

Na falta de um mercado de capitais desenvolvido, um déficit do governo (G - T) é financiado por empréstimos do sistema bancário (dCDg) ou pelo estrangeiro.

$$G - T = dCDg - dNFAg$$

-15-

Reescrevendo a equação -13- para o sistema bancário consolidado:

$$dNFA = dM - dCD$$

-16-

onde M = estoque de moeda.

Manipulando, algebricamente, as equações 14/16 chega-se a:

$$dNFA = (T - G - dNFAg) + (dM - dCDnb)$$

-17-

Conclui-se que "mudanças na posição de ativos externos líquidos do sistema bancário têm como contrapartida tanto um endividamento líquido aumentado do público não bancário - um aumento no crédito ao público em excesso de um aumento de moeda - ou um déficit orçamentário que é financiado pelo sistema bancário doméstico." (Dornbusch, 1980, p.28).

Este mesmo autor sintetiza suas observações, acerca de economia aberta, afirmando: "abertura faz diferença para a determinação da renda porque exportações líquidas são um componente da demanda. Faz diferença para saldos setoriais porque as exportações líquidas são iguais ao superávit orçamentário mais o excesso de poupança sobre o investimento. Finalmente, olhando para a acumulação de ativos, a abertura entra no quadro porque a conta-corrente é igual a nossa aquisição agregada de ativos externos líquidos" (Dornbusch, 1980, p. 29).

Enfim, de -10- vem que um aumento de reservas depende de o setor privado poupar mais do que investir e/ou o governo arrecadar mais do que gastar e de -13- vem que a autoridade monetária deve controlar o crédito doméstico fazendo-o subir menos ou base monetária. As duas medidas - controle de gastos e - gerarão uma recomposição das contas externas dadas de taxa cambial fixa.

UMA SÍNTESE DA TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA.

No processo de desenvolvimento histórico das formas monetárias, parece-me natural o surgimento de uma "confusão" quanto ao sentido de determinação entre dinheiro e preços na vigência de moeda-mercadoria. Tal foi o caso com Ricardo, em quem foi colocado o marco inicial do debate quantitativista, seja pela riqueza das discussões de sua época (controvérsia "bullionista"), seja porque ele continua reinando no corpo teórico dominante.

Partindo do objetivo inicial de explicar as variações do poder de compra da moeda de um país no plano interno e frente ao resto do mundo, Ricardo desenvolveu um método analítico bastante rígido. Rígido no sentido de que as hipóteses subjacentes a seu modelo não deixam qualquer abertura em torno das conclusões; no mundo do liberalismo por ele imaginado a desvalorização da moeda só pode ser explicada pelo excesso de dinheiro em circulação. Nenhum choque de oferta, para usar a expressão contemporânea, pode estar na raiz dos desequilíbrios internos (inflação) ou externos (déficit na balança comercial).

As principais questões discutidas no capítulo I podem ser sintetizadas em torno da forma de entrada do dinheiro na economia e de sua influência no comportamento dos preços. O dinheiro entra na economia de forma exógena, porque o ouro é uma mercadoria produzida como qualquer outra. Não é atribuída qualquer importância analítica à demanda por moeda, porque se supõe ilimitado o interesse público por moeda de crédito: "o comércio é insaciável em suas demandas..."

Mais importante: Ricardo não aceita que, uma vez tendo sido produzido em excesso ou falta das necessidades normais da circulação, possa o ouro manter seu valor. Dinheiro é, apenas, o "lu-

brificante" do sistema; não é capital, é somente um meio de troca. Consequentemente, uma vez trazido à circulação, começa sua depreciação; ou seja, não há entesouramento porque o ouro perde valor quando aumenta em quantidade.

Coerente com sua postura monetarista, Ricardo propôs a abolição de todas as barreiras ao livre comércio mundial, de forma que o valor do meio circulante permanecesse inalterado e houvesse estabilidade da taxa de câmbio; duplo propósito a ser alcançado através da exportação/importação de ouro, asseguradas por um sistema de arbitragem. O alinhamento dos diversos países ao padrão-ouro tiraria, por conseguinte, o poder de emissão dos bancos centrais, que sempre dele abusariam.

Num certo sentido, houve um empobrecimento do debate monetário quando da passagem ao período neoclássico (capítulo II), ao menos até à emergência de autores como Walras, Fisher, Wicksell e Pigou. Muito esforço foi gasto na análise das variáveis explicitadas nas equações quantitativas, particularmente no que interessa à velocidade de circulação do dinheiro.

Enquanto fluxo, a velocidade de circulação do dinheiro foi entendida como uma variável independente, institucional, constante a qualquer momento do tempo. Fischer é um bom exemplo desse período. Quando ela passa a ser vista como um estoque, fica suavizada a ênfase na oferta monetária. Cresce a importância analítica da demanda (os saldos de dinheiro que os agentes econômicos desejam manter sob forma líquida), evolui-se para um conceito de velocidade-renda e abrem-se as portas para sua instabilização e para a discussão das expectativas. O terreno fica maduro para o advento de Keynes.

A própria interpretação do papel dessas equações nunca chegou a ficar inteiramente clara. Embora apresentadas inúmeras vezes como truísmos - válidos a qualquer momento e, portanto, destituídos de importância -, elas foram, no geral, vistas como con-

dição de equilíbrio. Mais difícil sempre foi precisar as questões temporais: a lógica do debate monetário aponta para um equilíbrio de curto prazo, mas é comum encontrá-las associadas ao médio e mesmo ao longo prazo.

A "metafísica barata" que aprisionava o desenvolvimento da teoria num quantitativismo estreito só pôde ser superada com a incorporação analítica da taxa de juros, que representou um papel subalterno nos "clássicos". Fisher, por exemplo, atribuiu-lhe grande importância na análise dos ciclos de crédito (de negócios) e Wicksell a entendeu como o elo entre os setores real e monetário, praticamente explicando a instabilidade do nível de preços a partir das divergências entre a taxa natural e a taxa de mercado.

O capítulo III dá uma ênfase especial à implementação de políticas monetárias de corte ortodoxo. Admitindo-se a correlação e causação entre alguns agregados monetários e a renda nacional, parte-se de uma classificação que distingue monetarismo de nekeynesianismo, política monetária estável de ativa. Menciona-se brevemente a política monetária passiva associada a vertentes não comprometidas com os axiomas da causação (do monetário para o real) e da controlabilidade. Aqui se enquadram os pensamentos marxista e pós-keynesiano, que serão tratados na segunda parte deste trabalho.

De substancial, o que se conclui é que a visão da "velha" Chicago - anterior a Friedman - era bastante acurada, não obstante seu quantitativismo explícito. Sua tentativa de entender e superar a depressão dos anos trinta levou-a a desenvolver um instrumental que incluía expectativas e instabilidade da velocidade e da demanda por moeda. Suas prescrições de política monetária, facilmente aceitáveis por Keynes, foram no sentido de que o governo constituísse déficits a serem financiados com expansão monetária; isto é, o contrário do preconizado pelos "princípios sólidos de finanças".

O papel que Friedman representa nos estudos monetaristas modernos acerca do dinheiro pode ser visto sob dois ângulos: sua teoria monetária para economia "fechada" objetiva estudar a inflação e o desemprego; para economia "aberta", importa sua contribuição na elaboração prática dos modelos de ajuste monetário do balanço de pagamentos.

No primeiro caso, fica patente o grande esforço de Friedman em resgatar a TQM. As velhas suposições clássicas de pleno emprego e perfeita informação do mercado são substituídas pelo desemprego natural e pelas expectativas adaptativas. Com isso, pôde ele restaurar o primado da estabilidade da velocidade da moeda e, portanto, da demanda por dinheiro. A consequência lógica desse procedimento metodológico respeita a tradição chicaguiana quanto à recomendação de uma política monetária estável, mas dela se afasta ao concluir que os déficits públicos são incapazes de, a longo prazo, alterar o nível da atividade econômica e do emprego. Podem, tão somente, elevar o nível da inflação.

No segundo caso (capítulo IV), procura-se destacar a contribuição do pensamento monetarista no processo de desenvolvimento de modelos de ajuste de desequilíbrios externos. A problemática aqui centrou-se sempre em verificar se uma flexibilização induzida da taxa de câmbio seria suficiente para enfrentar déficits no balanço de pagamentos.

Embora esses modelos tenham em comum a conclusão de que políticas de desvalorização cambial não atendem aos propósitos de equilibrar externamente as economias, as diferenças são cruciais em sobre quem deve recair o ônus do ajustamento. O enfoque da elasticidade, de inspiração keynesiana, percebia a importância da deterioração das relações de troca como causa dos desequilíbrios externos, o que é uma clara proposição não quantitativista. Pode decorrer daí que o ajuste não seja efetuado somente pelos países deficitários, mas também pelos superavitários.

O pensamento que sedimenta os enfoque da absorção e monetário, por outro lado, retoma o princípio quantitativista de que é o excesso de liquidez que leva à inflação, à perda de reservas internacionais e, conseqüentemente, à desvalorização da moeda. Segue-se que o ônus do ajuste é atribuído ao país deficitário - cuja absorção seria maior do que a renda - e suas prescrições de política econômica passam, exclusivamente, pela necessidade de contração do crédito pelo sistema monetário.

À luz dessas considerações, assumir uma postura antiquantitativista implica enfrentar os principais supostos até aqui discutidos. É o que se tentará na segunda parte, principiando pela crítica de Marx a Ricardo no que diz respeito a valor, preço e dinheiro (capítulo VI). Não se vai aprofundar essa vertente, contudo. A ênfase dos demais capítulos será posta numa visão não-quantitativista alternativa corporificada em Keynes e nos pós-keynesianos (capítulos VII e VIII).

A instabilidade do capitalismo - que se manifesta na instabilidade da demanda por dinheiro - e a forma endógena de entrada do dinheiro na economia serão salientadas, resultando numa visão de política monetária subordinada, passiva. Privilegia-se uma abordagem baseada nos ciclos de crédito, onde ficam mais claros o papel da taxa de juros e a fragilidade financeira do sistema.

SEGUNDA PARTE

**A CRÍTICA DA TEORIA QUANTITATIVA DA
MOEDA**

Capítulo VI

O ANTIQUANTITATIVISMO EM MARX.

1. DEFINIÇÕES.

1.1. Valor.

Ao contrário dos "clássicos", Marx arranca da mercadoria e não da busca de alguma forma invariável de valor. A mercadoria é, em primeiro lugar, um valor de uso, determinado qualitativa e quantitativamente; é trabalho concreto e particular, com caráter determinado e sistemático. É, ainda, trabalho natural e meio de subsistência, fruto de um trabalho privado.

Para passar-se do valor de uso ao valor de troca, precisa-se compreender como este é determinado pelo tempo de trabalho, o que implica: saber como se reduz trabalho a trabalho simples; distinguir o trabalho que se realiza em valores de uso daquele que se realiza em valores de troca; e entender que o trabalho criador de valor de troca é trabalho social. Em síntese: enquanto no valor de uso o trabalho é materializado, no valor de troca o trabalho é abstrato; enquanto lá é particular, aqui é geral; enquanto lá tem caráter determinado, aqui é igual; enquanto o primeiro é privado, o segundo é social.

Logo, da mercadoria que é valor de uso - determinado qualitativa e quantitativamente - passa-se ao trabalho materializado e, depois, ao tempo de trabalho geral abstrato (trabalho humano geral; tempo de trabalho necessário). Este último cria valor de troca - determinado quantitativamente; anula-se aqui a determinação qualitativa - chegando-se, em seguida, à mercadoria enquanto valor de troca, que é tão somente medida determinada de tempo

de trabalho coagulado. Valor de troca em Marx, portanto, tem a ver com dispêndio de trabalho (geral abstrato) necessário à produção de uma mercadoria.

O valor de troca é variável: aumenta ou diminui na razão inversa do aumento ou diminuição da força produtiva do trabalho. Se o valor de troca de todas as mercadorias se medir no valor de uso de uma mercadoria particular, surge um equivalente geral, que assumirá o papel de dinheiro.

1.2. Preço.

Marx (1857/8, p.121), ao falar da dupla existência da mercadoria (mercadoria e dinheiro), afirma que: "o valor de troca expresso em dinheiro, ou seja equiparado ao dinheiro, é o preço". Em outra passagem: "O valor (o real valor de troca) de todas as mercadorias (inclusive o trabalho) está determinado por seus custos de produção, em outros termos, pelo tempo de trabalho requerido para sua produção. O preço é este valor de troca expresso em dinheiro".

Sua crítica ao dinheiro-trabalho - defendido por socialistas como Proudhon - diz que "... o valor das mercadorias determinado mediante o tempo de trabalho é só seu valor médio...(e que)... o preço se distingue portanto do valor não só como o que é nominal se distingue do real; não somente pela denominação em ouro e prata, senão por este motivo: que o segundo se apresenta como a lei dos movimentos recorridos pelo primeiro". Deduz-se que o preço estaria sempre oscilando em torno do valor e seria uma ilusão crer que os bônus-horário, ao eliminar a diversidade nominal entre valor real e valor de mercado, entre valor de troca e preço, eliminaria também a diferença e contradição real entre o preço e valor.

1.3. Dinheiro.

Costuma-se dizer que não há uma definição de dinheiro em Marx, já que ele admite, por simplicidade, que a moeda-mercadoria é o ouro. Nos "Grundrisse" (1857, p.70/2), ele afirma que "o valor de troca escindido das mercadorias mesmas e existente ele mesmo como uma mercadoria junto a elas, é: dinheiro". Talvez, efetivamente, para que se consiga captar o pleno significado do dinheiro em Marx, seja necessário desenvolver suas três determinações: medida de valor (unidade de conta), meio de circulação e tesouro.

A primeira determinação do dinheiro é ligada ao processo de formação de preços e a moeda assume um caráter meramente ideal. A segunda determinação é a de meio de circulação e aí a quantidade de dinheiro importa. A última função - tesouro -, manifesta-se sob a forma de metais preciosos nas sociedades pré-capitalistas e evolui, com o desenvolvimento da sociedade burguesa, para a acumulação de reservas monetárias para saldar operações a crédito (meio de pagamento) e transações internacionais (dinheiro mundial).

Ressalte-se, como o faz Brunkhoff, a complementaridade destas funções do dinheiro, básica para o desenvolvimento pleno de uma teoria monetária. Assim sendo, a segunda determinação pressupõe a primeira: no capitalismo, por exemplo, o ciclo do capital industrial implica um processo inicial de determinação dos preços para, só depois, desaguar na necessidade de dinheiro (metálico ou simbólico) para sua realização. Por isso é que Marx fala que a circulação é o realizar-se dos preços. A dimensão tesouro assumida pelo dinheiro, por seu turno, pressupõe as duas anteriores: é ela que compatibiliza a quantidade de ouro existente com a quantidade de dinheiro em circulação.

Ao contrário da visão neoclássica exposta no capítulo II (seção 1), pode-se derivar uma leitura marxiana das equações quantitativas. Neste caso, o sentido de determinação das variáveis é inverso: "A circulação da moeda supõe a circulação das mercadorias: a moeda faz circular mercadorias que têm preços, ou seja, já idealmente equacionadas com determinadas quantidades de ouro" (Marx, 1859, p.103). Na circulação simples, em que a moeda é o ouro, a quantidade do metal necessário à circulação é função direta da soma total dos preços das mercadorias a realizar - isto é, do nível de preços P multiplicado pela massa das mercadorias que circulam Y - e inversa da velocidade de circulação do dinheiro V . "Dada a velocidade da circulação, a massa dos meios de circulação é simplesmente determinada pelos preços das mercadorias. Os preços não são altos ou baixos porque circula mais ou menos dinheiro, mas circula mais ou menos dinheiro na medida em que os preços são altos ou baixos" (idem, pp.105/6).

Não me parece errado afirmar, que a equação quantitativa em Marx representa somente uma situação de equilíbrio enunciada em condições teóricas abstratas, vale dizer na circulação simples. Só aqui pode-se relacionar M , V , P e Y sem se perquirir as causas reais de suas variações: "...as causas que provocam uma elevação do nível dos preços e, simultaneamente, uma aceleração em proporções ainda maiores da velocidade de rotação da moeda, bem como o movimento inverso, não cabem no estudo da circulação simples(...) O caráter superficial e formal da circulação simples do dinheiro manifesta-se precisamente no fato de todos os fatores que determinam o número dos meios de circulação dependerem de circunstâncias todas elas exteriores à circulação simples do dinheiro e que se limitam a refletir-se nela: a massa das mercadorias em circulação, os preços, a alta ou baixa destes, o número de compras e de vendas simultâneas e a velocidade de rotação da moeda dependem do processo de metamorfose do mundo das mercadorias; este, por sua vez, depende do aspecto de conjunto do modo de produção, do montante da população, da relação entre a cidade e o campo, do desenvolvimento dos meios de transporte, do grau de divisão do

trabalho, do crédito, etc."(idem, p.105).

O anti quantitativismo de Marx expressa-se claramente na passagem em que afirma que "...dada a soma de valor das mercadorias e dado o ritmo médio de suas metamorfoses, a quantidade de dinheiro ou de material dinheiro circulante depende de seu próprio valor. A ilusão de que são, pelo contrário, os preços das mercadorias que dependem da massa dos meios de circulação e esta, por sua vez, da massa do material dinheiro existente dentro de um país, é uma ilusão alimentada em seus primitivos mantenedores pela absurda hipótese de que as mercadorias se lançam ao processo circulatório sem preço e o dinheiro sem valor e que logo, ali, uma parte alíquota da massa formada pelas mercadorias se troca por uma parte alíquota da montanha de metal" (Marx, 1867, p.82).

2. A QUESTÃO DO ENTESOURAMENTO.

A crítica de Marx a Ricardo encontra sua síntese mais interessante nas "teorias sobre os meios de circulação e a moeda" (Marx, 1859). A teoria do valor (preços relativos) de Ricardo começa atribuindo valor ao ouro e a prata. Segue-se que a quantidade dos meios de circulação de um país seria determinada, por um lado, pelo valor da unidade de medida da moeda e, por outro, pela soma dos valores de troca das mercadorias, no que não difere de Marx. O que importa em Ricardo, realmente, é que ele supõe uma queda na soma dos valores de troca das mercadorias (ou por queda na produção ou por acréscimo na produtividade do trabalho) e se pergunta o que acontece com a quantidade dada de metal em circulação. Conclui, em resposta, que embora fosse dotado de valor próprio, o ouro torna-se-ia signo de um metal de valor de troca inferior a seu próprio valor (é como se as mercadorias fossem avaliadas num metal de valor inferior). Isto implicaria uma alta dos preços das mercadorias, em função de uma expansão relativa da massa de ouro em circulação.

Se, ao contrário, houvesse subida na soma dos valores de troca (acréscimo na produção ou decréscimo na produtividade), o ouro seria signo de um metal de valor de troca superior a seu próprio valor, o que resultaria numa queda dos preços, face à contração relativa da massa de ouro em circulação. O mesmo ocorreria se os preços se mantivessem, mas a massa de ouro caísse abaixo do nível devido (desgaste sem reposição, por exemplo) ou subisse acima desse nível (caso da contribuição das novas minas ultrapassando as necessidades da circulação).

Para o caso de uma economia fechada, três seriam as alternativas:

- a. se a moeda em circulação estivesse no seu nível normal, seu valor de troca seria dado e sua quantidade seria determinada pelo seu próprio valor metálico;
- b. se diminuísse a soma dos valores de troca das mercadorias (expansão relativa da moeda) ou aumentasse a contribuição do ouro proveniente das minas (expansão absoluta da moeda), o ouro cairia abaixo de seu próprio valor metálico, levando a subir os preços das mercadorias;
- c. se aumentasse a soma dos valores de troca das mercadorias (contração relativa da moeda) ou diminuísse a contribuição das minas de ouro, com sua produção não compensando a massa de ouro destruída pelo uso (contração absoluta da moeda), o ouro subiria acima de seu próprio valor metálico, o que implicaria queda dos preços das mercadorias.

Destas considerações, Ricardo conclui que a alta do ouro acima de seu valor de troca (acima do valor determinado pelo tempo de trabalho, isto é, pelo custo de produção), levaria a um acréscimo em sua produção, até que esse aumento de oferta o fizesse novamente descer até atingir a devida grandeza de valor (valor do ouro = valor metálico = justo nível). E vice-versa: uma queda do valor do ouro levaria a menor produção e, consequentemente, esta diminuição da oferta levaria o ouro até sua devida grandeza de valor (justo nível).

Este esquema teórico foi desenvolvido por Marx, a partir das hipóteses de Ricardo, para o caso de uma economia sem transações com o exterior (é como se o departamento de produção de ouro fosse interno). O que Ricardo fez, efetivamente, foi pensar um sistema mundial, em que as importações/exportações faziam o papel da maior ou menor produção de ouro. Pense-se, agora, então, em países produtores de ouro e países produtores de outras mercadorias. O esquema se alteraria para:

- a. se caísse a soma dos valores de troca das mercadorias (decréscimo da produção ou acréscimo da produtividade), haveria expansão do meio circulante, com o valor do ouro caindo abaixo de seu valor metálico. Neste caso, o ouro desvalorizar-se-ia em face do estrangeiro, ocasionando alta de preços e, portanto, perda de competitividade desta economia. As pressões daí resultantes seriam no sentido de se exportar ouro e importar mercadorias, até que se atingisse novo equilíbrio (justo nível);
- b. se, inversamente, subisse a soma dos valores de troca (acréscimo de produção ou decréscimo de produtividade, que equivale a maior custo de produção por unidade de produto), haveria uma contração do meio circulante, com o valor do ouro subindo acima de seu valor metálico. Ficaria o ouro, portanto, valorizado relativamente ao estrangeiro e os preços cairiam, ganhando competitividade externa. Exportar-se-ia mercadorias e importar-se-ia ouro até o equilíbrio (entendendo-se por equilíbrio uma nova equiparação entre "currencies", isto é, entre moedas internacionais, de modo a chegar ao justo nível via exportações/importações).

As principais críticas a essa particular visão da relação preços/quantidade de dinheiro podem assim ser resumidas:

- para Ricardo, a única determinação do dinheiro seria a de meio circulante, o que exclui a possibilidade de entesouramento como forma de compatibilizar a soma de preços das mercadorias e a massa do meio circulante e permitir-lhe-ia considerar a esta como dada num determinado momento. O que há por trás da suposição de Ricardo seria o fato de ele estar imaginando um meio circulante todo ele de papel-moeda para a órbita interna, ainda que o pa-

drão-ouro permanecesse válido para as relações internacionais. Daí é que decorreria sua obrigação de ficar sempre em circulação, não podendo ser entesourado (Brunhoff, também atribui a Marx a mesma crença de que as notas do Estado têm qualquer coisa de "falsa moeda", por se encontrarem fadadas a permanecer em circulação, o que está na raiz de seu suposto "metalismo");

- decorre do anterior que, para Ricardo, o valor de troca do ouro poderia diferir de seu justo nível (aquele determinado pelo valor-trabalho), o que é uma forma alternativa de dizer que seu preço poderia descolar de seu valor. Ora, em Marx isto não ocorreria porque, sendo o dinheiro-ouro o equivalente geral (uma mercadoria particular - um valor de uso - na qual medem-se todas as mercadorias enquanto valores de troca), ele não poderia medir-se em termos de si mesmo. Logo, não poderia ter um preço diferente de seu valor. Ricardo teria, pois, implodido sua própria teoria do valor, porque os signos de valor passam a divergir do valor real do ouro. Em Marx, o ouro-medida dos valores tem valor variável, mas não pode ter preço monetário: quem tem preço é o ouro-padrão de medida. Em Ricardo, é o próprio ouro-medida dos valores que assume valores distintos: um derivado do tempo de trabalho; outro, resultado de suas flutuações no mercado.

3. O QUANTITATIVISMO EM MARX.

A argumentação de Marx, enquanto fundada no padrão-ouro, é inequivocamente sólida. É claro seu não-quantitativismo quando versa sobre o dinheiro metálico. O problema que se coloca é quanto ao caráter de generalidade de sua teoria, na passagem a um padrão-papel puro. Brunhoff (1978) coloca, a respeito, a pergunta: "... pode-se dizer (...) que Marx, resolutamente antiquantitativista quando trata da moeda metálica, torna-se quantitativista quando analisa o papel-moeda?". Creio ser esta a questão central em torno do suposto metalismo em Marx.

Esta discussão está inconclusa em Brunhoff. Ela afirma, por exemplo: "A moeda de papel, verdadeira moeda enquanto for signo do ouro, é também 'falsa moeda' precisamente porque nunca pode ser senão um signo, condenado a circular sem trégua nem repouso. Só que este último ponto, que não está suficientemente precisado e esclarecido em O Capital, poderia fazer acreditar a idéia de que a teoria monetária de Marx é principalmente 'metalista' e que, em consequência, a crítica marxista da teoria quantitativa não se aplica ao papel-moeda. E o fato de admitir variações proporcionais imediatas dos preços que restabelecem o equilíbrio mostra até que ponto Marx permanece aqui influenciado por Ricardo. Mas a insuficiência das explicações dadas por Marx sobre este ponto não deve fazer perder de vista a lógica de sua concepção geral da moeda, inteiramente oposta à da teoria quantitativa" (Brunhoff, 1978, p.34).

Esta é uma forma de a autora escamotear a questão, isto é, estabelecer em que medida (contexto) Marx é quantitativista e se tal procedimento por parte dele é legítimo. De qualquer forma, dá bem uma medida do "martírio" - para usar a expressão de Hilferding - a que eram levados os teóricos do início do século ao buscar o padrão de valor quando a moeda deixou de ser conversível e perdeu toda a correspondência com o ouro.

Retome-se Marx numa passagem também citada por Brunhoff (1978, p.34/5): "A proporção em que o signo de valor - quer seja papel, quer ouro e prata falsificados - representa pesos de ouro e prata calculados segundo o preço monetário, não depende de sua própria matéria, mas da quantidade de sinais de valor posta em circulação". Em outra passagem, à pergunta de "quantas resmas de papel cortada em notas podem circular como moeda?" responde que é um absurdo pôr assim a questão: sua quantidade depende, é claro, da quantidade do próprio ouro necessário à circulação, o que varia com a alteração do valor do ouro. Como só são signos de valor do ouro, seu valor é determinado pela sua quantidade.

Agora, se o Estado emite papel-moeda acima do ouro necessário à circulação, é necessário que os preços subam: "A quantidade de ouro representada por cada signo de valor particular diminuiria na proporção em que a soma total dos signos de valor aumentava. A subida dos preços seria a reação do processo de circulação, que impõe a igualdade entre os signos de valor e a quantidade de ouro que se considera que eles substituem na circulação".

Brunhoff busca diminuir a importância dos elementos quantitativos em Marx sob o argumento de que o que interessa é o ajustamento das duas primeiras funções da moeda, seja ela papel-moeda de curso forçado, seja uma espécie monetizada. "A moeda tem um valor variável na produção e na venda inicial (função número um) mas, como instrumento de circulação, o seu valor é dado por hipótese e sua quantidade variável. A diferença entre o estoque total de ouro e a quantidade que circula é absorvida pelo entesouramento (...) Estes pontos constituem o fundamento da refutação por Marx das teorias quantitativas da moeda. A ligação intrínseca das funções da moeda exclui, assim, tanto a sua separação como a sua apresentação numa ordem qualquer ou sua confusão".

Duas são as vertentes de análise a partir deste ponto:

a) o não quantitativismo de Marx expressar-se-ia, no contexto de uma sociedade mercantil simples, pela distinção entre dinheiro em circulação e dinheiro entesourado, mesmo se considerando que o próprio Marx tenha proposto que o papel-moeda fosse necessariamente de curso forçado, o que implicaria a impossibilidade de seu entesouramento.

Segundo Brunhoff, "... o entesouramento contribui (...) para regular as relações da média dos valores e do meio de circulação: ele absorve a quantidade de moeda que excede as necessidades nascidas das transações: a oferta inicial do estoque de moeda-mercadoria é equilibrada por uma demanda de moeda de transações, e uma demanda de moeda-tesouro que serve de reserva reguladora". Num país de circulação exclusivamente metálica ou num es-

tágio pouco desenvolvido da produção (circulação simples), só os produtos supérfluos são mercadorias, isto é, permutáveis. Neste caso, o ouro e a prata imobilizados como moeda constituem o tesouro. Se os preços caem (sobem) ou a velocidade de circulação sobe (cai), cairá (subirá) o meio circulante e aumentará (diminuirá) o entesouramento. É, portanto, o tesouro que compatibiliza a quantidade de ouro existente com a quantidade de dinheiro em circulação e estará disperso por todo o território, sendo constituído de ouro e prata.

Nos países com sistema de produção capitalista, por outro lado, o tesouro nunca é uma finalidade em si mesma e surge sempre: de um estancamento da circulação; das acumulações condicionadas pela rotação do capital - caso em que pode aparecer sob a forma de estoque de mercadoria ou de moeda -; e da formação de um capital-dinheiro que, pelo momento, apresenta forma latente, mas que está destinado a funcionar como capital-produtivo - aparece sob a forma de depósitos bancários, títulos da dívida pública ou mesmo como ações (Marx, 1867).

Como se nota, esta linha de análise trata, apenas, da dinâmica das formas assumidas pelo entesouramento; não da sua natureza (essência). Para se entender o dinheiro enquanto reserva de valor é preciso esperar pelas análises de Keynes quanto à subjetividade do cálculo capitalista;

b) pode-se, alternativamente, dizer que o entesouramento em Marx está posto por definição (por resíduo), do que decorre que sua refutação a Ricardo é antiquantitativista por definição.

Brunhoff teria fugido do problema principal, que é o da entrada do dinheiro na economia. Com isso, ter-se-ia recusado a ver que a teoria monetária de Marx, no âmbito da circulação simples, admitiu expressamente a capacidade de o Estado emitir papel-moeda acima do necessário à circulação e que, desta forma, caiu no quantitativismo. O antiquantitativismo em Marx não abre possibilidade à discussão de uma emissão exógena. Em outras palavras,

sua crítica a Ricardo é quanto à teoria do valor, mas ele "aceita" o paradigma ricardiano ao relacionar diretamente quantidade de papel-moeda e preços.

Seria leviandade, é claro, acusá-lo de quantitativista a partir do estudo do dinheiro apenas. Mas também não parece ser o caso de "salvá-lo", como acho que Brunhoff tenta fazê-lo, negando as evidências mais claras. De qualquer forma, não se pode entender a passagem da moeda referida ao metal (metálica ou simbólica) para a moeda totalmente não referida a ele, sem se entender o crédito. É no estudo dos bancos, que acumularam os tesouros e que passaram a emitir sobre si próprios, em resposta a uma demanda por contratos, e não na visão de um sistema bancário meramente intermediador entre depositantes e tomadores de empréstimos, que será posta com clareza a endogeneidade da moeda em Marx.

Capítulo VII

CRÍTICAS À TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA EM ECONOMIA FECHADA

No capítulo anterior, procurou-se mostrar que a endogeneidade da moeda está presente desde o nascedouro na teoria de Marx. Isso tem algumas implicações importantes: de um lado, mostra sua capacidade de analisar o sentido geral das variáveis relevantes (acho, inclusive, que ele vai-se tornando mais atual à medida em que o mundo assume a moeda de curso-forçado); de outro, sua preocupação com aspectos estruturais do capitalismo impede-o de perceber a importância das expectativas para a definição do dinheiro. As incertezas ligadas à sua retenção são fundamentais para o entendimento da instabilidade do capitalismo e não foram observadas em seus estudos.

Neste capítulo serão desenvolvidas diversas linhas de ataque à TQM - a partir da mais completa abordagem monetária keynesiana -, que foram enunciadas desde o início dos anos trinta e que envolvem a instabilidade da demanda por dinheiro com a velocidade da moeda e com a taxa de juros. A inversão causal entre moeda e atividade econômica e a subordinação da política monetária também estarão presentes. Ao seu final, faz-se algumas considerações de caráter metodológico, envolvendo tempo, expectativas e dinheiro. Deixa-se para o próximo capítulo a crítica keynesiana ao quantitativismo em "economia aberta".

1. A INSTABILIDADE DA DEMANDA POR DINHEIRO E A VELOCIDADE.

Uma das principais questões ligadas ao dinheiro está em entender porque há circunstâncias que levam os capitalistas e pessoas em geral a mantê-lo sob a forma restrita (M1) quando existem alternativas rentáveis como a compra de ativos e títulos. Para tanto, forçoso se torna desenvolver os motivos para retenção da

moeda. Uma das características marcantes da teoria de Keynes, aliás, é a instabilidade da demanda por dinheiro; uma instabilidade que contrasta com a estabilidade fisheriana e é maior ainda que na "velha" Chicago.

Para resumir a posição de Keynes, creio que seria bom começar com alguns conceitos, que evoluíram entre o "Treatise", a Teoria Geral e escritos posteriores:

"Treatise"	TG e posteriores	
	depósitos	!
	de renda	!
	!	!
depósitos	(depósitos de)circulação	!
de caixa	(negócios-ti-! industrial	(demanda precaucional
	!po A	!
	!	!
	depósitos de!	!
	(negócios-ti-!	!
	!po B	!
		)circulação
		! financeira
	!tipo A	!
depósitos	(	!
de poupança	!tipo B	!

Os depósitos de renda ("income deposits") são o estoque de dinheiro em conta-corrente de um indivíduo, para cobrir o intervalo de tempo entre recebimentos e pagamentos e para prover contingências. Os depósitos de negócios tipo A ("business deposits A"), idem, no que se refere a uma empresa.

A soma dos depósitos de renda e dos depósitos de negócios tipo A forma uma unidade, isto é, aquela parte do estoque de dinheiro que é usada na produção e consumo. Keynes denominou-a de

circulação industrial. Os depósitos de negócios tipo A seriam um reservatório alimentado pelas receitas (ou procura de capitais, o que tem a ver com "finance") das firmas e drenado por seus pagamentos por meios de produção; os depósitos de renda seriam um reservatório alimentado pelos ganhos dos fatores de produção e drenado por seu consumo ou, via depósitos de poupança, pela compra de títulos e ações (Shackle, 1967, p.211).

Os depósitos de negócios tipo B ("business deposits B") são o estoque de dinheiro das firmas que é usado em transações especulativas e financeiras. Como o valor anual total das transações em Bolsa com ações e participações superava em muito o fluxo da circulação industrial, não seria viável seu pagamento através de cheques sacados sobre saldos existentes, mas sim por meio de saques sobre linhas de crédito ("overdrafts"). Uma vez que as definições de dinheiro incluem somente os saldos que os bancos possuem de seus clientes e não os que eles estão prontos a fornecer - o que está de acordo com a prática contábil, mas não com a lógica -, os depósitos deste tipo devem ser vistos como uma pequena parte da circulação financeira, mas com uma tremenda velocidade (Shackle, 1967, p.212).

Os depósitos de caixa ("cash deposits") são a soma dos depósitos de renda e de negócios, tipos A e B.

Os depósitos de poupança ("savings deposits") são os depósitos que rendem juros e não são mantidos com finalidade de efetuar pagamentos correntes. Correspondem à função de reserva de valor do dinheiro, grosso modo. Sua velocidade é nula, porque dinheiro como reserva de valor não circula. O tipo A é uma parcela estável mantida por razões pessoais e que só muda lentamente; o tipo B está ligado às posturas altistas e baixistas.

Na sequência, vê-se a instabilidade da demanda por dinheiro, pela ótica da velocidade:

- velocidade dos depósitos de renda (M_1) = V_1

$$M_1/P_y = 1/V_1 = K_1 \Rightarrow M_1 = K_1 P_y$$

Isto significa que o giro entre a demanda por dinheiro para pagamento dos indivíduos (preferência pela liquidez das pessoas) e o total de pagamentos (renda nominal da comunidade) é uma fração K_1 mais ou menos estável. "Falando em geral, deve-se esperar que o valor médio de K_1 em uma dada sociedade econômica seja uma quantidade bastante estável de ano para ano. Mas esta estabilidade média pode ser acompanhada por consideráveis flutuações sazonais, se a renda, embora crescendo firmemente dia a dia, não é recebida e desembolsada diariamente, mas a intervalos". Keynes vê $K_1 = 1/V_1$ como uma percentagem, mas pode-se entendê-la, também, como um período de tempo em que o dinheiro fica nas mãos dos indivíduos para fazer pagamentos (já que V_1 = número de vezes que pagamentos são feitos dentro do período). O importante, porém, é que K_1 é uma função dos hábitos da comunidade com relação ao intervalo de tempo entre recebimentos e pagamentos e, por isso, é relativamente estável. "Mudanças em tais costumes e hábitos que afetam os tempos e épocas de recebimento e desembolso que são, contudo, provavelmente lentos - irão ter geralmente mais influência no valor médio de K_1 ao longo de todo o ano do que em flutuações em negócios ou em preços" (Keynes, 1930);

- velocidade dos depósitos de caixa (M_3) = $V_3 > V_1$ com estes depósitos crescendo em booms e caindo em recessões;

- velocidade dos depósitos de negócios (M_2) = $V_2 > V_1$, porque $V_3 > V_1$, V_1 é relativamente estável e V_3 é uma média entre V_1 e V_2 . Quer dizer, em não havendo boas estatísticas para calcular V_2 , é necessário tirá-la por resíduo.

Os depósitos de negócios (A e B) servem para as empresas fazerem transações produtivas (pagamento a fatores de produção), especulativas (em bens de capital ou mercadorias) e financeiras

(resgate ou reforma de títulos do Tesouro ou mudanças de investimentos). A probabilidade é de que a demanda por dinheiro para este propósito seja muito menos estável porque:

- a demanda das empresas para transações de pagamento de salários e de etapas de um processo produtivo (que ele vai chamar de circulação industrial e é do tipo A) deve ser estável, devendo flutuar proximamente às alterações do valor nominal da produção anual;

- por outro lado, as transações financeiras e especulativas (que juntamente com os depósitos de poupança formam a circulação financeira e são do tipo B) "... não necessitam ser, e não são governadas pelo volume de produção corrente " (grifo meu). "Agora, enquanto K_1 , em qualquer comunidade econômica dada, pode razoavelmente ser pensada como uma fração estável da renda nacional em termos nominais, isto não é o caso com K_2 [igual a $1/V_2$]. Pois tanto o volume quanto o nível de preços das transações que governam K_2 são capazes de grandes variações que não correspondem a variações da renda nacional nominal. Assim, é enganoso representar os depósitos de caixa **totais** (isto é, depósitos de renda mais depósitos de negócios) como mantendo qualquer relacionamento estável ou normal com a renda nacional nominal". (Keynes, 1930, p.43).

No capítulo 15 da Teoria Geral, Keynes chegou à equação:

$$M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r),$$

onde M_1 = montante dos recursos líquidos retidos pelos motivos transação e precaução;

M_2 = idem, pelo motivo especulação;

L_1 e L_2 = funções de liquidez, sendo L_1 dependente da renda (Y) e L_2 da relação entre a taxa corrente de juros (r) e o estado das expectativas.

A velocidade-renda está ligada apenas às demandas transacional e precaucional. Assim, quando Friedman faz $MV = Py$ está optando por associar V com M , quando Keynes o faria somente com M_1 .

Keynes(1936, p.147) imaginou a seguir uma sociedade estática ou uma sociedade sem qualquer incerteza quanto às futuras taxas de juros. Nesse caso, a propensão a entesourar (L_2) será sempre zero quando em equilíbrio. Logo, $M_2 = 0$ e $M = M_1$, "... de modo que qualquer variação em M fará com que a taxa de juros flutue até que o rendimento alcance um nível ao qual a variação M_1 seja igual à que se supõe que ocorre em M ". Segue-se que se $M_1V = Y$, mas $Y = QP$ (quantidade multiplicada pelo preço da produção corrente), a relação $MV = QP$ será verdadeira, "... o que guarda muita analogia com a teoria quantitativa da moeda em sua forma tradicional". A analogia formal ressaltada não nos impede, porém, de perceber que "para os propósitos do mundo real, uma grande falha da teoria quantitativa é que ela não faz distinção entre as variações nos preços que são uma função das variações da produção e as que provêm das modificações na unidade de salário. Esta omissão talvez possa ser explicada pela hipótese de que nunca há propensão a entesourar e que há sempre pleno emprego, pois, neste caso, sendo Q constante e M_2 igual a zero, segue-se, se também pudermos tomar V como constante, que tanto a unidade de salários quanto o nível de preços são diretamente proporcionais à quantidade de moeda". A teoria quantitativa da moeda seria válida, portanto, para uma sociedade sem especulação, sem incerteza.

A esse respeito, Keynes(1930) conclui: "se tivéssemos definido V não igual a Y/M_1 , mas igual a Y/M , naturalmente a teoria quantitativa seria uma truismo que se mantém em qualquer circunstância, embora sem nenhum significado".

Em suma: os fatores que determinam as velocidades reais (em oposição às velocidades médias) envolvem considerações de conveniência e de sacrifício. Conveniência para o montante de transações envolvidas e sacrifício em termos de juros perdidos. Em geral, pode-se dizer que considerações quanto à conveniência "... são principalmente governadas por lentas mudanças sociais e hábitos de negócios". Já as considerações quanto ao sacrifício em manter saldos depositados envolvem "(a) mudanças na demanda por

capital de giro e na taxa de redesconto e (b) expectativas quanto ao futuro curso dos preços" (idem).

Deve-se, no entanto, atentar para o fato de que, muitas vezes, V muda não como resultado de mudanças reais em V_1 e V_2 , mas sim porque muda a composição entre os M_s : isto é, alteram-se M_1/M , M_2/M e M_3/M . Por exemplo: se numa fase de expansão há crédito farto, V pode ficar estável (enquanto o volume de transações T sobe); se, no entanto, o sistema de crédito não sanciona a maior demanda de capital de giro, V e T podem subir juntos. Há que atentar para o fato de que alterações em V podem se dar devido a causas reais, mas podem, enganosamente, refletir alterações em M , T ou P .

2. A INSTABILIDADE DA DEMANDA POR DINHEIRO E A PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ; A TAXA DE JUROS.

Paul Davidson (1978, p.160) afirma que ao tratar das demandas transacional, precaucional e especulativa na TG, Keynes considerou-as exaustivas, subordinando a elas todas as demais, como o motivo-renda das famílias e o motivo-negócios das empresas. No "Treatise", ele havia chamado estes motivos de depósitos de renda e depósitos de negócios, respectivamente. Em 1937, enfim, ele introduziu o motivo-finanças - em carta a Ohlin - como uma subcategoria do motivo transação, embora para Minsky ela se subordine ao motivo precaução.

2.1. A demanda transacional.

A demanda transacional - $M_1 = L_1(Y)$ - corresponde à função do dinheiro como meio de troca, destinado à circulação industrial. Certos gastos são feitos numa base muito regular e são bastante previsíveis, porque o montante e a data dos fluxos entre

a entrada e a saída de caixa são conhecidos. Este motivo liga-se às necessidades de caixa para contratar emprego e comprar matérias-primas. Essa necessidade de caixa é maior ou menor em função do padrão de pagamentos dentro de "período de renda" (período entre dois recebimentos): quanto maior o número de pagamentos que ocorra logo depois da renda ter sido recebida, menor o montante médio de caixa disponível, se comparado com as posses de caixa cujos pagamentos estão mais próximos da próxima data de renda (Chick, 1983, p. 194/5).

Não há qualquer dependência da taxa de juros, na medida em que os juros pagos para financiar o capital de giro (custo direto) das empresas são incorporados a este antes de se sobrepor um "mark up" e se chegar ao preço.

O que interessa aqui é o significado da renda corrente. Autores como Belluzzo contestam os livros-texto que a traduzem como renda presente, quando em Keynes ela deve ser entendida como renda corrente esperada. No mesmo sentido caminha Davidson ao criticar Hansen, que faz $L_t = KY$ - isto é, que faz a demanda por dinheiro como meio de troca ser diretamente relacionada à renda corrente - chamando-a de "grosseira simplificação". A demanda transacional referir-se-ia à propensão a gastar planejada, contratual ou esperada durante o período.

Vista a demanda de dinheiro como meio de troca (demanda transacional), é necessário analisar agora a demanda de dinheiro como reserva de valor (especulativa, financeira e precaucional).

2.2. A demanda especulativa.

A demanda especulativa - $M_2 = L_2(r)$ - liga-se à retenção de dinheiro em função da incerteza associada ao comportamento das taxas de juros; não é dinheiro para pagamentos, mas dinheiro como

ativo. Há, segundo Keynes, o propósito de conseguir lucros por conhecer melhor que o mercado o que o futuro trará consigo; é uma reserva para ganhar com a variação do preço dos títulos.

Há ativos que, por sua própria natureza, não têm valor de capital assegurado; ações e "consols", por exemplo, são perpetuidades cujo valor flutua com mudanças na demanda e oferta. Quanto maior a incerteza, maior a variação no valor do capital. "Na medida em que há uma chance de que o dinheiro será desejado antes que o ativo mature, o possuidor estará interessado em flutuações de mercado no valor do ativo. E quanto mais longo o prazo do ativo, mais uma dada mudança na taxa de juros afetará o valor do capital" (Chick, 1983, p.201).

Um especulador mover-se-á de dinheiro para títulos sempre que ele esperar que seu preço suba (taxa de juros caia) e vice-versa. Sua decisão é ligada não aos níveis da taxa de juros, mas a previsões quanto a suas mudanças. Como o processo de investimento depende do alinhamento dos preços dos ativos de capital com os dos bens de investimentos (se $PK > PI$, haverá estímulo a novas inversões), a taxa de juros assume um papel destacado na teoria de Keynes. E, mais uma vez, este autor rompe com a ortodoxia, negando que ela possa ser a recompensa da poupança ou da abstinência. "O juro em relação ao dinheiro significa precisamente o que os livros de aritmética afirmam que ele quer dizer, isto é, trata-se apenas do prêmio que se pode obter pelo dinheiro à vista em relação ao dinheiro a prazo, de modo que ele mede a preferência marginal (para a comunidade como um todo) de conservar o dinheiro em mãos, ao invés de só poder recebê-lo mais tarde. Ninguém pagaria esse prêmio, a menos que a posse do dinheiro tivesse alguma finalidade, isto é, alguma eficiência. Portanto, podemos dizer que o juro reflete a eficiência marginal do dinheiro, tomado como unidade em função de si mesmo" (Keynes, 1937, p. 160).

Em outra passagem: "A taxa de juros obviamente mede - tal como dizem os livros de aritmética - o prêmio a ser oferecido pa-

ra induzir as pessoas a manter sua riqueza sob alguma forma diversa do dinheiro entesourado. A quantidade de moeda e o montante da mesma requerida pela circulação ativa para as transações correntes (que dependem principalmente do nível da renda nominal) determinam o montante disponível para saldos inativos, isto é, para o entesouramento. A taxa de juros é o fator que ajusta na margem a procura de dinheiro para entesouramento à oferta de numeração para o mesmo fim* (idem, 1937, p.174). Por definição, ela seria a recompensa da renúncia à liquidez por um período determinado.

O autor faz desta taxa uma função da preferência pela liquidez - sob que forma conservar o poder aquisitivo de consumo futuro que se reservou da renda corrente e da poupança anterior - e da quantidade da moeda. O seu comportamento é explicado, em grande parte, pelos elementos constitutivos da preferência pela liquidez - particularmente os motivos especulação e financeiro e pela política monetária. Schumpeter (1970, p.272) diria a respeito que nunca, até Keynes, tantos economistas ficaram tão predispostos a encarar a taxa de juros como um fenômeno puramente monetário.

Independentemente do papel representado pela taxa de juros no investimento, há um grande enigma no que diz respeito à opção entre títulos e dinheiro (Shackle, 1967, p.205/8).

Títulos são criados e liquidados a cada momento em troca de dinheiro. O excesso de valor da emissão de títulos novos sobre o resgate de títulos velhos é igual ao excesso de dinheiro pago por novos títulos sobre o dinheiro recebido por títulos velhos. Quem faz a igualação desses fluxos é a taxa de juros. Além disso, o mercado onde os novos títulos são negociados é o mesmo mercado no qual os velhos títulos também são comprados e vendidos. Na verdade, o estoque de títulos está continuamente aumentando ou diminuindo conforme o fluxo líquido de títulos novos seja positivo ou negativo.

O dilema está em que a mesma taxa de juros - ou o sistema de taxas determinadas simultaneamente - tem que atender aos dois objetivos, de satisfazer a procura/oferta de títulos novos e de confrontar o desejo de possuidores - ou potenciais possuidores - de manter títulos velhos com a quantidade existente de títulos.

Antes de Keynes, acreditava-se que o importante para a determinação da taxa de juros seria o fluxo de novos títulos; a oferta deles ligando-se ao investimento líquido e a demanda à poupança necessária a seu financiamento. A teoria "clássica" via a taxa de juros como recompensa pela espera, pela postergação do consumo. Ela seria determinada pela produtividade potencial do investimento. A compra de ativos financeiros, no caso, nada teria a ver com psicologia do mercado, mas seria governada apenas por retornos "reais" esperados. Os fundos iriam, assim, financiar os projetos ou firmas mais rentáveis. Nesse caso, o pleno emprego estaria sempre assegurado.

Keynes, ao contrário, mostrou que o "mercado combinado para velhos e novos títulos é dominado pelo vasto estoque de velhos títulos e pela grande massa de dinheiro que sempre existe na mão daqueles indivíduos ou firmas que pelo momento temem uma queda dos preços dos títulos" (idem, p.207). Sua solução para o dilema prioriza o estoque de riqueza velha: "A decisão quanto a manter depósitos bancários ou títulos relaciona-se não apenas ao incremento corrente da riqueza dos indivíduos, mas também a todo bloco de seu capital existente. Realmente, desde que o incremento corrente é apenas uma proporção insignificante do bloco de riqueza existente, ele não é senão um elemento menor na matéria" (idem, p. 208).

Essa discussão foi desenvolvida na teoria do emprego do "Treatise", cujo centro é a taxa de juros que, por sua vez, tem seu sistema nervoso na demanda especulativa. É da compreensão da importância da riqueza velha para a determinação da taxa de juros que decorre a percepção de que o pleno emprego não é uma fatali-

dade do capitalismo. Pelo contrário, a taxa de juros - ou o sistema de taxas - pode estar tão alto que impeça o pleno emprego.

Um enfoque especulativo à distribuição de fundos entre títulos e dinheiro é significativo porque corta a ligação entre rentabilidade de longo prazo e oferta de fundos. "Um mercado financeiro dominado pela especulação pode exibir uma taxa de juros que possui mais psicologia de massa do que rentabilidade a longo prazo da produção e gasta sua energia mais negociando com instrumentos financeiros existentes do que canalizando fundos para investimento" (Chick, 1983, p. 208).

Minsky preferiu representar algebricamente essa demanda na forma $M2 = L2(r, PK)$, sendo PK(preço dos ativos de capital) dado pelo valor capitalizado das "quase-rendas". Essa introdução decorre de sua visão de que "a demanda especulativa por dinheiro centra-se em torno da extensão pela qual pede-se emprestado para financiar posições em ativos cujo preço pode variar; esses preços esperados de ativos assim como os prazos de empréstimos em dinheiro são os determinantes da demanda especulativa por dinheiro".

Dada a quantidade de moeda (M), quanto maior a renda (Y), maior a taxa de juros (r) e menor o preço dos ativos de capital (PK), se o movimento se dá ao longo da escala de preferência pela liquidez. Mas, se um aumento na renda for interpretado como aumento da segurança quanto ao rendimento derivado da propriedade dos ativos de capital, mudam então o grau de incerteza e o estado das expectativas especulativas, com alteração na própria curva de preferência pela liquidez. O resultado poderá ser o de que, para dado M, quanto maior Y, maiores sejam r e PK.

Outra discussão prende-se à forma assumida pela demanda de moeda. Para responder à questão de se o relacionamento entre r e M2 constitui uma função contínua ou não, é necessário introduzir o conceito de taxa normal de juros, que é central à teoria de

Keynes acerca de como os especuladores formam suas expectativas.

David Laidler (1970, p. 51/6), por exemplo, começa sua análise da demanda especulativa de Keynes fazendo-a função do confronto da taxa de juros com o preço dos títulos no mercado. Se a taxa de juros sobe (cai), o valor de mercado dos títulos cai (sobe), o que implica perdas (ganhos) de capital para seus portadores. Em termos de expectativas, se a taxa de juros esperada sobe (cai) haverá perdas (ganhos) de capital.

Keynes postulou que se a taxa de juros esperada cai, a demanda por dinheiro será "relativamente baixa", porque os agentes manterão títulos em antecipação a ganhos de capital (e vice-versa). A partir de uma taxa de juros vista como "normal", haveria sempre um grupo que a consideraria alta (superior ao normal) e que, portanto, esperaria sua queda, caso em que anteciparia ganhos de capital. Esse seria o grupo dos altistas.

Inversamente, se a taxa de juros fosse considerada baixa, haveria sempre um grupo baixista que anteciparia perdas de capital. Enquanto essas perdas esperadas de capital não fossem suficientes para compensar a renda dos juros decorrentes da posse dos títulos, os agentes continuariam a manter sua riqueza em títulos. Se as perdas esperadas de capital superassem o rendimento dos juros, os indivíduos claramente manteriam somente dinheiro.

Algebricamente, se r_n = taxa normal de juros;

r_t = taxa corrente de juros, que tende a r_n ;

e

$r(t+1)$ = taxa de juros esperada para o futuro próximo; e,

PK = preço dos ativos de capital,

e

então, caso $r_t > r_n$, o especulador esperará que $r_{t+1} < r_t$, e, portanto, que PK suba. Sua tendência é a de comprar títulos em t , reduzindo os saldos especulativos em dinheiro (M_2 cai).

Até aqui, tudo bem: estamos tratando de taxas correntes de juros e de expectativas quanto a seu comportamento. A neoclassicização de Keynes por Laidler se dá a partir da seguinte derivação: "Ainda que as posses de dinheiro e títulos de cada indivíduo sejam insignificantes relativamente aos totais da economia, e ainda que haja alguma diversidade de opinião acerca da taxa esperada de mudança da taxa de juros a qualquer momento no tempo, a função demanda especulativa agregada por dinheiro se torna uma função contínua e negativa do nível corrente da taxa de juros". Somem as expectativas, porque se toma o nível corrente da taxa de juros como proxy para mudanças esperadas na taxa, o que só é válido quando o estado das expectativas está inalterado com relação à taxa normal.

Logo, dependendo do nível da taxa de juros, a demanda especulativa variaria entre zero e o total da riqueza dos indivíduos (uma "friedmanização" de Keynes, que esquece que só há liquidez para uma pequena parte do estoque de ativos de capital, em função da existência de pressões altistas e baixistas). Como há, ainda, a demanda transacional e precaucional - e as três se somam - segue-se que $M_d = (K_y + d(r)W)P$, onde W é a riqueza total dos indivíduos.

Já que no curto prazo o nível da riqueza não varia ($dW = 0$), retorna-se à velha equação de Cambridge, onde $M_d = KPY$, e apaga-se toda teoria monetária de Keynes, particularmente os fatores que determinam a forma de L_2 , isto é, o relacionamento entre a taxa de juros e a demanda especulativa.

2.3. A demanda financeira.

A demanda financeira ("finance") - $M3 = L3 (F)$ - é uma necessidade adicional de dinheiro, ligada não à renda corrente esperada e sim à variação do investimento. É dinheiro para compra de bens de capital adicionais; é uma pré-condição para o investimento. "O motivo finanças não se refere aos fundos exigidos para apoiar um projeto de investimento até o fim de sua vida, mas apenas ao montante de dinheiro necessário para fazer o projeto começar (... é o) caixa exigido entre a decisão de investir e o começo da construção" (Chick, 1983, p.19).

Ela influi na determinação da taxa de juros porque a taxa relevante para o investimento ex-ante é aquela determinada pelo estoque corrente de dinheiro e o estado corrente da preferência pela liquidez (não há grande sentido em falar-se em poupança ex-ante, o que dá idéia de que a intenção de poupar no futuro leva os poupadores a se tornarem ilíquidos hoje).

Os recursos para atender à demanda financeira derivam de adiantamentos feitos pelos fornecedores de crédito - basicamente bancos -, através de um fundo rotativo que não se sustenta em qualquer poupança prévia. Daí decorre que se a nova decisão de investir "empata" com o refluxo aos bancos de decisões anteriores de investir que já se materializaram, o fundo rotativo - que é, apenas, uma transação contábil - permanece inalterado; se, no entanto, a economia entra numa fase de investimento crescente, os adiantamentos bancários precisarão subir devido à demanda crescente por "finance".

Supondo-se que os bancos, ou o resto do público, estejam dispostos a ofertar a quantidade adicional de caixa, não haverá alterações na taxa de juros. Se eles não acompanharem a demanda, a taxa de juros sobe e o preço dos ativos de capital cai. E vice-versa. Isso dá aos bancos uma posição chave na transição de uma

escala de atividades mais baixa para uma mais alta. É importante salientar, então, que "o mercado de investimento pode se tornar congestionado através de uma escassez de liquidez. Ele não pode jamais se tornar congestionado por escassez de poupança" (Keynes, 1937b, p.222).

Enfatizando: o investimento ex-post é igual à poupança ex-post, por definição. A poupança ex-ante pode até existir, mas é totalmente desimportante para resolver o problema do investimento ex-ante. O que Keynes ressalta é que, a cada momento, há um investimento ex-ante que é uma decisão de investir que implicará necessidade de "finance". Este investimento ex-ante encontrará seu financiamento sem dificuldade e sem alterar a taxa de juros desde que, simultaneamente, o investimento ex-post esteja liberando "finance" para o fundo rotativo (que, no geral, está no sistema bancário).

Se, ao contrário, as decisões novas de investir - ou de aumentar a produção - são maiores que os investimentos já realizados, o novo "finance" será maior que o anterior e a taxa de juros subirá, a menos que os bancos ou o público mudem sua preferência pela liquidez, liberando mais dinheiro à mesma taxa de juros. Se os bancos se recusarem a liberar dinheiro acabarão por inibir o crescimento da escala de atividade.

2.4. A demanda precaucional.

A demanda precaucional, finalmente, decorre do desejo de subtrair aos riscos de variação o valor monetário futuro de certa parte dos recursos totais. Serve para atender a despesas inesperadas e oportunidades imprevistas de realizar compras vantajosas; é o desejo de ter dinheiro extra para tirar partido de barganhas inesperadas. Em Keynes, por simplicidade, ela foi somada à demanda transacional, o que acabou implicando inúmeras interpre-

tações. Para uns, ela é função da renda; para outros, da demanda financeira.

Shackle (1967, p.205) supõe tratar-se de dinheiro para contingências e ligado ao comportamento dos títulos, tal como no motivo especulação. Sua leitura particular praticamente despreza a importância do motivo precaução nas economias onde os títulos são sólidos e existe um mercado quase perfeito para sua negociação, já que neste caso a dúvida quanto ao preço do título fica abrangida no motivo especulação: "Quando nós apropriadamente concebemos e expressamos o motivo transação e o motivo especulação na manutenção de um estoque de dinheiro, nenhum motivo precaução separado permanece".

Davidson (1978, p.191) tem uma visão interessante a respeito. A condição necessária tanto para a especulação quanto para precaução é a incerteza acerca dos eventos econômicos futuros, isto é, quanto ao comportamento dos preços "spot": se a incerteza for quanto aos preços futuros de títulos, está em cena o motivo especulação; se for quanto às oportunidades imprevistas de compras vantajosas, está em cena o motivo precaução. É claro, portanto, que se não houver mercados "spot", a preferência pela liquidez derivada do motivo precaução sobe muito.

Pode-se daqui derivar uma crítica aos monetaristas. Friedman, por exemplo, encara a moeda apenas como mais um dos possíveis ativos no portfolio dos agentes econômicos, o que a iguala a títulos de renda fixa, ações ou ativos reais, enquanto possibilidade de manutenção de riqueza. Numa economia monetária, entretanto, os bens duráveis não são adequados como reserva de valor, fundamentalmente porque não costumam ter mercados "spot" organizados, seja por lhes faltar padronização, seja porque têm altos custos de manutenção. Dinheiro, títulos de capital físico e contratos de dívida são as principais reservas de valor por seus baixos custos de transação e mercados "spot" contínuos, mantendo alta elasticidade-substituição entre si, o que não ocorre com ca-

pital real, que tem baixa elasticidade-substituição com relação aos ativos financeiros.

Minsky (1975, p.75/6), finalmente, associa o motivo precaução à demanda financeira, $M3 = L3(F)$, e ao efeito de liquidez das quase-moedas ("near monies"), NM. Sua demanda total por dinheiro fica sendo, então:

$$M = M1 + M2 + M3 - M4 = L1(Y) + L2(r, PK) + L3(F) - L4(NM).$$

Em resumo: dada a quantidade de dinheiro (M), a renda (Y) e os compromissos financeiros (F), quanto maior a quantidade de NM (depósito de poupança, por exemplo), menor a taxa de juros (r) e maior o preço dos ativos de capital (PK).

3. A ENDOGENEIDADE DA OFERTA DA MOEDA; SALDOS "ATIVOS" E "OCIOSOS"

Já se viu que há estabilidade nas demandas transacional e precaucional, mas não na especulativa. A distinção entre as duas primeiras e a última tem sido frequentemente referida como demanda por saldos "ativos" e "ociosos".

Para Kahn (1936, p. 146), uma fé cega na TQM encobre o fato de que, embora seja verdadeiro que $MV = PY$, M não é constituído apenas de circulação ativa, que pode ser relacionada com uma velocidade de circulação definida, determinada pelos hábitos dos agentes econômicos. Em M, também está incluída uma circulação inativa, que serve como reserva de valor ao invés de meio de troca, e que tem velocidade de circulação igual a zero.

Suponha-se que se deseja estudar os efeitos de um aumento da moeda sobre os preços e o produto. Abstraindo-se o gasto governamental - que, por si só, já exerce um efeito sobre os preços e o produto -, a única possibilidade que resta é o acréscimo de moeda

afetar em primeiro lugar os saldos ociosos (circulação inativa). Isso ocorre, por exemplo, quando o sistema bancário compra títulos do público, aumentando seus preços e diminuindo a taxa de juros.

Neste caso, se M sobe (M aqui está obviamente definido em termos restritos) e se "a circulação ativa não sobe em consequência, isto é, se PY não aumenta (porque o tamanho da circulação ativa é claramente determinado por PY), então V , a média ponderada, diminuirá, como resultado da mudança nos pesos relativos das circulações ativas e inativa, exatamente na mesma proporção em que M aumentou; de forma que MV fica inalterado" (idem).

Em resumo: se não houver qualquer aumento em PY , um acréscimo em M não pode ocasionar um acréscimo em MV . Agora, se uma expansão da circulação inativa for acompanhada por uma queda na taxa de juros, então o investimento será estimulado e o resultado final serão os aumentos no produto e nos preços. Assim, PY subirá e também MV . "É apenas trazendo a taxa de juros para a análise que se pode dar algum significado causativo à quantidade de dinheiro" (idem).

Deve ficar claro, entretanto, que quando Kahn fala em estudar os efeitos de um aumento da moeda sobre o nível da atividade, ele não está esposando a tese de uma moeda exógena. Quando ele propõe, no mesmo artigo, que se deve facilitar uma expansão do crédito suficiente para atender às necessidades de um maior volume de negócios, ele não está atribuindo a essa expansão de crédito nenhum sentido causal com relação ao aumento do emprego. Como disse Keynes, se um homem engorda é desejável que ele alargue seu cinto; mas alargar o cinto não é razão para que ele engorde.

As críticas de Keynes à TQM se dão em níveis diferenciados: na TG, elas assumem uma nova forma (Robinson, 1970, p.505/6). Se o que se pretende é entender os determinantes do nível dos preços, não se deve atribuir grande importância ao papel exercido

pela quantidade de dinheiro. Os preços são, fundamentalmente, função das taxas de salário nominal e, em menor grau, do nível da demanda efetiva, que, por sua vez, depende do nível do investimento.

A quantidade de dinheiro (M) é controlada pelo sistema bancário. Quando sobe a demanda efetiva, começa a subir a velocidade de circulação do dinheiro, à medida em que este vai-se movendo da circulação inativa para a ativa. Se o sistema bancário não permitir que M cresça, a demanda por saldos ativos tenderá a elevar as taxas de juros, ocasionando um aumento de V apenas na proporção exigida. Por exemplo: os rentistas serão induzidos a trocar suas posses de dinheiro por títulos, quando o rendimento desses últimos aumentar. Em suma, se o sistema bancário permitir aumento em M , pode ser que V não suba; se não permitir, o ajuste será feito em V , face à elevação da taxa de juros.

Voltando à equação $M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r)$, dado que M_1 é determinado fundamentalmente pelo nível da renda, que segue um comportamento mais ou menos previsível ao longo do tempo, pouco há a acrescentar. O melhor, então, é centrar a atenção na demanda especulativa, particularmente nos fatores que determinam a forma de L_2 , isto é, o relacionamento entre r e M_2 . Só aí poder-se-á entender a relação entre r e M e, conseqüentemente, pensar-se em instrumentos adequados de política monetária.

Não me parece tenha Keynes(1936) avançado muito além de princípios gerais, o que limita suas propostas de política monetária. Para começar, ele não via uma relação quantitativa definida entre M_2 e r , uma vez que "... o que importa não é o nível absoluto de r , mas o seu grau de divergência quanto ao que se considera um nível toleravelmente seguro de r , levando em conta os cálculos de probabilidade em que se apóia".

"Talvez fosse mais exato dizer que a taxa de juros mais que um fenômeno altamente psicológico é um fenômeno altamente conven-

cional, porque o seu valor depende em larga medida do valor futuro que a opinião lhe prevê"(idem). Pode ocorrer, por exemplo, que ela flutue"... durante décadas ao redor de um nível cronicamente elevado demais para permitir o pleno emprego...", sem que a política monetária possa reverter expectativas amplamente difundidas na sociedade. Keynes, no entanto, achava que sua análise só seria fecunda se ele achasse alguma relação entre quantidade de dinheiro (M) e taxa de juros (r).

Em geral, r cai quando M sobe, devido às seguintes situações, descritas no capítulo 13-II (A teoria geral da taxa de juros):

- é provável que quando r cai, *ceteris paribus*, as preferências pela liquidez devidas ao motivo-transação absorvam mais dinheiro. Isto porque se r cai, Y sobe e M_1 também sobe, mais ou menos na mesma proporção de Y . Com isso, o custo da conveniência de que abunde dinheiro disponível (medido em juros perdidos) cai;
- cada vez que r cai, M_2 sobe, porque cresce a proporção dos indivíduos que consideram uma futura alta da taxa de juros;
- há, no entanto, circunstâncias em que um grande acréscimo em M leva a pequeno decréscimo em r , devido às incertezas que traz, fortalecendo as preferências pela liquidez oriundas do motivo-precaução (M_1 sobe);
- por outro lado, há casos em que há tanta certeza com relação à futura taxa, que uma ligeira variação nas taxas atuais determinam um movimento maciço em direção à busca de liquidez.

A partir dessas constatações, o máximo a que a TG chega é a apontar alguns comportamentos que os bancos centrais usualmente adotam. Na prática, por exemplo, as autoridades monetárias concentram suas atividades nas dívidas de curto prazo, abandonando o preço das dívidas de longo prazo à "... ação tardia e imperfeita das reações provenientes do preço..." das primeiras.

A cada montante ofertado do dinheiro corresponde não uma, mas um complexo de taxas de juros ligado às dívidas de diversos

vencimentos. Por aí já se notam as limitações para que a autoridade monetária estabeleça esse complexo de taxas de juros para dívidas de diferentes prazos e riscos. Em primeiro lugar, a própria autoridade monetária se restringe ao só se concentrar em títulos de um tipo particular; em segundo, há a possibilidade de r cair a um nível tão baixo que a preferência pela liquidez se torne absoluta (armadilha da liquidez), com a autoridade monetária perdendo o controle efetivo sobre r . Há, finalmente, situações de quebra completa de expectativas quanto à estabilidade de r , para um lado ou outro: pode ocorrer que ninguém aceite conservar haveres em dinheiro ou dívidas, por mais que se eleve r (tal foi a situação da Rússia e da Europa Central após a 1ª. Guerra); pode, inversamente, acontecer uma crise financeira ou de liquidação (caso dos EUA em 1932), "... quando foi impossível convencer praticamente qualquer pessoa a desfazer-se dos seus haveres líquidos, em qualquer condição razoável" (idem).

Certamente, muita coisa ficou em aberto; apesar disso, algumas conclusões já podem ser avançadas. Antes de mais nada, a análise de Keynes ressalta o caráter de moeda endógena, determinada a partir da demanda. Não está correto Schumpeter em dizer que a aceitação de um M fixado exogenamente levou Keynes a incidir em quantitativismo, apesar de suas contundentes críticas às proposições quantitativistas. O M só é exógeno em Keynes, na medida em que é dado no curto prazo. A admissão de M exógeno, enquanto possibilidade lógica, só é válida para a análise de Keynes acerca do padrão-ouro. Alguns keynesianos, como Kaldor, serão bastante explícitos a respeito, conforme se verá mais adiante.

Segue-se que fica patente a inadequação de se pretender controlar preços a partir de limitações impostas à oferta de moeda. A única variável controlável pela autoridade monetária seria a taxa de juros e, assim mesmo, dentro de limites bastantes estreitos.

4. ENDOGENEIDADE, INSTABILIDADE E CICLO DE NEGÓCIOS.

4.1. Ciclos de negócios e ciclos de investimento.

A instabilidade do capitalismo se expressa de forma muito clara na análise do ciclo de crédito ou de negócios, que aqui será associado às divergências no cálculo capitalista, isto é, à conjuntura monetária e de crédito. Esse ciclo de negócios faz parte de uma tradição neoclássica que engloba a "velha" Chicago e nada tem a ver com os aspectos estruturais do ciclo de negócios schumpeteriano, por exemplo.

Concordo com a opinião que não aceita tenha Keynes desenvolvido uma teoria do ciclo. Para tanto, ele precisaria ter explicado a regularidade das flutuações a partir de algum pressuposto a respeito do comportamento do estoque de capital. O máximo a que chegou foi a uma teoria da reversão, uma teoria da crise. Esta ocorreria porque, num determinado momento, os capitalistas achariam mais interessante resguardar o valor da riqueza velha do que aplicar em riqueza nova. Na mesma linha segue Posner (1987, p.15): "A instabilidade ou bem se reduz ao ciclo e à tendência (como em Schumpeter e Harrod), ou então, como em Keynes, refere-se a uma propriedade mais geral e logicamente prévia à teoria dinâmica, na medida em que deriva da volatilidade intrínseca das decisões de investir frente à incerteza das expectativas e não específica uma forma determinada para o movimento resultante".

O ciclo de negócios no "Tract on Monetary Reform" ainda está muito preso à ortodoxia; ali Keynes usa sua versão de saídas de caixa da equação quantitativa para articular uma teoria na qual as alterações no nível da atividade iniciavam por mudanças na demanda por dinheiro. Uma vez posto em movimento por mudanças em k e k' (que caíam em fases expansivas e cresceriam nas recessivas), a despeito de alterações em n e r , o ciclo seria exacerbado

por mudanças em expectativas com respeito ao nível de preços.

Sua opção de política era a de controlar o poder de compra da moeda - estabilizar o nível de preços - variando sua oferta de modo a compensar mudanças na demanda por dinheiro. Isto, como é óbvio, está muito próximo da "velha" Chicago.

Nessa época, o ciclo também era visto por ele como uma função dos custos de produção que se moveriam a taxas diferentes dos preços, face à sua rigidez (particularmente salários). Quando de sua participação na "Harrie Lectures", porém, essa disparidade entre custos e preços já aparece como uma falha na taxa de juros em captar as "mentes da comunidade de negócios". Há aqui uma alteração importante: para não incorrer nas perdas inerentes aos ciclos de crédito (de negócios) ele parou de falar em estabilização do nível de preços e optou por estabilizar o nível do investimento, através da manipulação da taxa de juros. Tom Cate (1981, p.1135) acredita, no entanto, que todas as políticas recomendadas no "Treatise" foram desenhadas para estabilizar o nível geral de preços. Foi somente na TG que apareceu sua recomendação de mover a economia de um equilíbrio com desemprego para um de pleno emprego.

Decorre disso sua defesa de déficits orçamentários associados a projetos de obras públicas, como forma de tirar a economia da Depressão. Sua posição está próxima à de Chicago, particularmente porque ele também começou a ficar cético com relação à eficácia da pura e simples expansão do crédito. As disparidades com aquela Escola vão correr por conta muito mais de aspectos teóricos: ele passará a rejeitar a estrutura da TQM e construirá todo um novo corpo de conceitos para apoiar suas recomendações práticas.

Tome-se as suas notas sobre o ciclo na TG (capítulo 22). A regularidade da sequência e a duração do ciclo vão decorrer, a partir de então, das flutuações na eficiência marginal do capi-

tal. Pode-se atribuir alguma importância, também, às alterações na propensão a consumir e no estado da preferência pela liquidez, mas em menor escala.

Resuma-se seu ciclo a partir de uma fase expansiva. Esta vai continuar enquanto o rendimento não for insatisfatório e até que os empresários percam a confiança com relação ao rendimento esperado, seja porque o rendimento atual dá sinais de baixa, seja porque os custos correntes de produção estão mais elevados do que poderão estar no futuro.

A manifestação da crise vai ocorrer devido a um "repentino colapso da eficiência marginal do capital". Depois da reversão, há que passar um certo tempo para que o capital se torne escasso pelo uso, deterioração e obsolescência e para que se absorvam os estoques excedentes, o que implica queda no capital circulante e, conseqüentemente, aumento no desemprego. A queda da eficiência marginal do capital afeta ainda a propensão a consumir, porque provoca baixa considerável no mercado de títulos, dado que o público de "mentalidade acionista" está muito mais preocupado com o valor em bolsa de seus investimentos do que com o fluxo de seus rendimentos. Dito de outra forma, queda na eficiência marginal do capital ocasiona aumentos na preferência pela liquidez e na taxa de juros, agravando a crise, isto é, o declínio do investimento.

O retorno do investimento - o fim da fase depressiva - vai depender da volta da confiança. Isso passa pela extensão da vida útil dos bens duráveis e pelas despesas correntes de conservação dos estoques excedentes, sendo ineficazes remédios puramente monetários. Não é óbvio, porém, o fim da fase descendente, porque a curva da eficiência marginal do capital pode baixar tanto que dificilmente pode ser corrigida, de modo a assegurar novo fluxo de investimentos, por meio de qualquer redução na taxa de juros. "Portanto, em condições de 'laissez-faire', talvez seja impossível evitar grandes flutuações no emprego sem uma profunda mudança

na psicologia de mercado de investimentos, mudança essa que não há razão para esperar que ocorra. Em conclusão, acho que não se pode com segurança, abandonar à iniciativa privada o cuidado de regular o volume corrente de investimento" (Keynes, 1936, p.221).

Iniciada a recuperação, os mecanismos de reforço são óbvios. é importante ficar claro, porém, que o ciclo não se dá porque os investimentos foram "mal orientados" - como pretendia Paul Douglas - e sim pelo estado da confiança na eficiência marginal do capital. Embora a taxa de juros cumpra um papel, não se deve elevá-la para evitar novo auge (ainda que Keynes admita exceções, face à inviabilidade de grandes alterações nos métodos em uso). O ideal seria, ao contrário, baixá-la para fazer perdurar o auge da expansão.

O papel da política econômica estaria não em evitar auges, mantendo assim uma semidepressão permanente, mas em tentar abolir as depressões, mantendo um quase-boom permanente. "O auge da expansão que acaba por levar a uma crise resulta, portanto, da combinação de uma taxa de juros, que num estado correto de expectativa seria demasiadamente alta para permitir o pleno emprego, e de um estado enganoso de expectativa que, enquanto dura, impede essa taxa de juros de ser, de fato, um obstáculo. O boom é uma situação em que o excesso de otimismo triunfa sobre uma taxa de juros que, julgada a sangue frio, seria considerada alta demais" (idem, p.222).

Em suma: a evolução da teoria de Keynes mostra que ele desinteressou-se pela estabilização dos preços (função dos custos marginais e do nível da demanda efetiva) enquanto arma para se atingir o equilíbrio. O deslocamento da questão para o nível do investimento a ser mantido permitiu-lhe colocar em novos termos o papel do Estado, em termos de suas políticas fiscal e monetária. Daí o novo paradigma, absolutamente distinto - conflitante mesmo - ao de Chicago, ainda que as políticas práticas fossem bastante similares. Sofismas à parte, nele fica cristalino que a

política monetária deve subordinar-se à fiscal.

4.2. Fragilidade financeira e política monetária.

Uma forma criativa de se entender a instabilidade está nos estudos de Minsky, que vêem a natureza intrinsecamente especulativa do capitalismo a partir de uma tendência ao desenvolvimento de um sistema financeiro cada vez mais frágil. Seguindo Keynes (TG, capítulo 17), considera que qualquer firma tem fluxos de entrada de caixa esperados sobre seus ativos (q = receita total esperada menos o custo variável esperado) e fluxos de saída de caixa (c) decorrentes de compromissos de pagamentos (endividamento). Possui, além disso, ativos cujo valor é dado por sua disponibilidade ou liquidez (l), de forma que a especulação é feita em decisões quanto a rentabilidade ($q-c$) e a liquidez (l).

Classificando os agentes econômicos que interagem num sistema financeiro segundo o grau de prudência quanto ao endividamento, chega-se às seguintes unidades: "hedge", onde q é maior que c e, seja qual for a taxa de atualização, o valor do investimento líquido é positivo; especulativas, onde q é menor que c em alguns períodos curtos de tempo, mas que podem se refinar, embora vejam o valor líquido do investimento tornar-se negativo caso a taxa de juros suba muito; e Ponzi, onde q é menor que c e o valor do investimento líquido é negativo.

Esta mesma classificação pode ser vista em termos de portfólios, dependendo da forma como se financiam os ativos retidos. No primeiro caso, 'hedge', o agente emite débitos de longo prazo, cujo serviço é sempre inferior ao rendimento esperado dos ativos financiados. Esta postura, bastante conservadora, é a mais estável porque, no caso de as expectativas se mostrarem corretas com relação às rendas dos ativos, o agente estará a salvo de mudanças nos mercados financeiros, dado que suas necessidades de

financiamento são equacionadas inteiramente no início do período de retenção. Menos seguros são os **portfolios** especulativos em que refinanciamentos de curto prazo são necessários, ainda que no período de retenção como um todo os rendimentos dos ativos sejam suficientes para pagar o serviço daquela dívida. O desequilíbrio de curto prazo, neste caso, é tal que nem ao menos os juros podem ser pagos. O principal, porém, a ser amortizado tem de ser refinanciado até que, mais para o fim do período, ele possa ser saldado. Finalmente, há os **portfolios** chamados Ponzi, em que refinanciamentos poderão ser necessários no curto prazo até mesmo para os juros, o que implica que o valor da dívida tende a crescer durante o período de retenção. Este é um caso mais extremo de **portfolio** especulativo e é por isso mesmo também muito vulnerável a mudanças adversas no mercado financeiro" (Carvalho, 1987, p. 260/1).

A necessidade de liquidez das unidades "hedge" é pequena e quanto maior o peso relativo das unidades especulativas e Ponzi na economia, menor é a disponibilidade de liquidez em relação às suas necessidades operacionais. "Em outras palavras, quanto maior é a proporção das unidades especulativas e Ponzi na economia, tanto maior é a fragilidade financeira" (Mollo, 1986, p.176).

O processo de investimento - aqui entendido como sendo a alocação da produção que aumenta os ativos que rendem q - depende do alinhamento dos preços dos ativos de capital (PK) com os dos bens de investimento (PI). Um aumento em PK com relação à moeda, aos outros ativos líquidos e à produção corrente que o leve a ficar maior que PI , estimula novos investimentos. E variações em PK decorrem da existência de condições financeiras adequadas e da oferta de moeda, que, por sua vez, são determinadas endogenamente (idem).

Uma expansão se caracteriza por c aumentando em relação a q . O preço de mercado dos ativos que comandam l cai com relação ao preço de ativos financeiros que rendem c . A taxa de juros sobre

Dado o estoque dos ativos de capital no curto prazo, uma inovação financeira tende a aumentar a disponibilidade de financiamento para a manutenção dos ativos de capital e, portanto, o seu preço. Um maior preço dos ativos de capital (PK), numa corrente de lucros esperados inalterada, implica menor taxa de juros implícita em ativos reais. Quanto maior PK em relação ao preço do investimento (PI), maior o nível do investimento e maior a taxa incremental de avanço. As inovações financeiras facilitam

haver assumido uma estrutura de passivos mais complexa, não suficiente para a instabilidade -, decorrente de o sistema uma fragilização financeira - que é uma condição necessária, mas que permite avanço financeiro e ativos rentáveis maiores. Há rentáveis/reservas dos bancos, isto é, um mesmo volume de reservas financeiras têm a ver com mudanças na relação ativos e em resposta a oportunidades de negócios lucrativos. Essas inovações financeiras, portanto, com inovações financeiras que sur-

Num mundo onde há mercado de ações, se isso ocorre, sobre o valor da ação da firma, o que lhe permite mais endividamento. Keynes, aliás, disse que isso não é mau, se a especulação estiver subordinada a uma corrente firme de empreendimentos, mas péssimo se a especulação predominar. Além do mais, como ações comuns são usadas como numerário para adquirir ativos de capital ou para expandir firmas, ocorre que durante um boom o preço desses ativos de capital e do investimento podem cair no numerário usado, mesmo que seu preço em dinheiro tenha subido.

os ativos ligados sobre com relação às outras taxas. As firmas estão investindo e aceitando, consequentemente, mais endividamento e menos liquidez, isto é, se arriscando mais (inclusive devido aos cronogramas diferentes entre os retornos dos ativos, q, e o pagamento dos passivos, c). Com isso, sobre a taxa de juros sobre os ativos ligados com relação à taxa dos ativos financeiros que vendem c. Se a especulação dá certo, o valor do capital da firma $(q - c + 1)$ sobre mais que o custo do investimento.

tam, portanto, o acréscimo do investimento, que leva a maiores lucros agregados. "Existe um processo de auto-alimentação numa moderna economia capitalista nas conexões entre inovações financeiras, o financiamento do investimento e lucros realizados". Esta é a essência do movimento "upward" de que nos dá conta Minsky (1984, p. 28).

As inovações financeiras aumentam o investimento e os lucros agora, mas também tornam o sistema mais sensível a acréscimos na taxa de juros. Enquanto as inovações financeiras vão se realizando, as taxas de juros tendem a ser menores do que o seriam na ausência de inovações. Mas, quando estas maturam, recoloca-se uma pressão ascendente nas taxas de juros, que passam a comandar um aumento nos fluxos de caixa necessários à validação das dívidas feitas a partir da maior alavancagem financeira. Caem os lucros esperados e, portanto, o investimento. Este é o movimento "downward".

É detonada uma pressão inflacionária que, por sua vez, atua sobre as próprias taxas de juros. As autoridades monetárias, na tentativa de frear a inflação, promovem um aumento ainda maior nas taxas de juros. A economia funcionará sob pressões inflacionárias derivadas das altas e ascendentes taxas de juros até que haja um brusco corte de crédito. Esse corte no crédito altera os critérios para a tomada de empréstimos, que leva a uma rápida queda no valor de alguns ativos e a declínio nos lucros. Surge risco de ruína financeira, porque diminuem as proteções dadas aos devedores pelos fluxos de caixa e valores de mercado, o que reduz o valor da dívida.

Conclui-se que o aumento da disponibilidade financeira decorre de inovações que vêm no rastro de altas e crescentes taxas de juros e que a oferta de moeda disponível nos bancos e outras instituições financeiras responde a uma demanda por financiamento. Essa endogeneidade da oferta de moeda impõe uma potencial instabilidade "upward" ao sistema. Além disso, na baixa(alta) ci-

Nossa economia onde seja gntano o peso das utilidades econmicas. Ns temos, maior a necessidade de liquidez, porque estas tendem a manter diferente como seguro contra flutuaes de refinanciamento. Assim, a moeda bancrta (condiciona) permitir aumento o ritmo de

[illegible]

O papel da autoridade monetária é um pouco mais difícil de se precisar. No esquema de Minck, há uma clara percepção quanto ao fato de a oferta de moeda ser endôgena e depender da atuação entre os bancos e os clientes. Diferentes moedas podem ser criadas, endogenamente, segundo o grau de liquidez e há uma variedade significativa de instrumentos financeiros, com características de rendimento e risco diferentes, que são intermediadas entre bancos e clientes. Agora, há uma certa ambigüidade nesse endogenidade, face ao papel da autoridade monetária.

clima haverá um aumento (diminuição) na preferência pela liquidez e uma queda (alta) na oferta de liquidez. Os mercados financeiros exageram os efeitos de mudanças na eficiência marginal do capital, encorajando expansão nas altas e contração nas baixas. "Muito da alta, em termos nominais, pode, contudo, ser concentrado em atividades especulativas ao invés de produtivas; em geral, quanto mais aquetida e próxima a expansão do financiamento, mais cedo se dará a diversificação da atividade financeira em mercados especulativos e mais rapidamente o produto e o emprego chegarão ao pico. Ao contrário, em geral quanto mais aquetida a expansão financeira, mais severa será a contração seguinte no financiamento e também no produto e emprego. Assim, quanto mais exagerado o ciclo financeiro, menor o nível médio de produto e emprego" (Dow, p. 247).

crescimento da atividade econômica - e, portanto, a velocidade de circulação da moeda -, mas o endividamento cada vez maior a curto prazo exige mais pagamentos líquidos. Cabe, então, à autoridade monetária validar a moeda bancária. "É esta necessidade de pagamento cada vez mais a curto prazo que parece estar na base da impotência da criação endógena da moeda para continuar a validar a cadeia financiamento-investimento-lucro-financiamento validado (através do pagamento de dívidas), se as autoridades monetárias não sancionarem, em última instância, a criação de moeda pelos bancos. Ao mesmo tempo, as autoridades monetárias são levadas a fazê-lo, ou a crise financeira estoura" (Mollo, 1986, p.187/8). Em outras palavras, quando a estrutura financeira do sistema se fragiliza, aumenta em importância o papel de prestador-de-última-instância do Banco Central.

É a função de prestador-de-última-instância da autoridade monetária que impede um agravamento da situação financeira das unidades especulativas, quando de uma crise financeira que nasce da instabilidade induzida pelas inovações durante um boom. Na medida em que estas se tornam uma parcela significativa da estrutura financeira, podem ocorrer duas situações: ou há uma deflação da dívida e uma séria depressão ou os débitos são desvalorizados através de significativos acréscimos nos fluxos de caixa esperados, o que só é possível via inflação. Quando as autoridades monetárias impedem a crise de liquidez não estão fazendo mais do que espalhar por toda economia o que antes era apenas um problema de insolvência localizado. Isso se dá através da validação das rendas que se ligam pelo crédito (idem).

4.3. A subordinação da política monetária.

Pode-se fazer menção a uma visão mais "radical" do papel da autoridade monetária. Kaldor (1982) fez, recentemente, um ataque cerrado às teses monetaristas a partir de um M totalmente endó-

geno, que seria típico de uma economia de dinheiro de crédito.

Seu ponto de partida é uma análise histórica do desenvolvimento inglês, ressaltando a época de prosperidade pós-guerra, quando prevaleceram as políticas de "administração da demanda" de Keynes, cuja síntese é uma combinação de dinheiro fácil ("cheap money") com protecionismo.

Acontece que isto feria os interesses das finanças e da especulação, porque seus lucros andavam baixos, o mercado de ações estagnado devido ao congelamento dos dividendos, etc... Começaram elas, então, a pedir a reativação da política monetária para combater a inflação e, em 1951, aboliram-se as medidas de austeridade de guerra e controles para restaurar a "City". Surge um retrocesso ao monetarismo, o que provocou, em 1959, um grande inquérito ("Radcliffe Committee") acerca do funcionamento do sistema monetário, acerca do qual tecer-se-á algumas considerações. Ressalte-se, desde logo, que naquele documento - e apesar do monetarismo vigente à época - continuou-se a achar que a política monetária era "subordinada", não se dando grande importância à oferta de moeda (ao contrário dos friedmanianos).

Entenda-se por política monetária "subordinada" a sua incapacidade de influenciar a demanda total, através da manipulação das taxas de juros. Também o controle de M não pode ter repercussões além de ser importante faceta da administração dos débitos.

O Comitê estava atento para o fato de que a política monetária pode ser olhada de duas formas: pelo controle sobre a extensão do crédito bancário, que é feita pela taxa de redesconto e pelo "open-market", e pelo controle quantitativo deste crédito bancário. Sua conclusão foi que a política monetária apertada leva a que os tomadores frustrados de empréstimos procurem outras fontes de crédito, com resultados perversos na perda de eficiência entre indústrias novas e progressivas. A obstrução de canais particulares de financiamento não teve, portanto, qualquer efei-

to sobre a pressão na demanda total, mas criou ineficiências na organização financeira.

A quantidade de dinheiro ofertada é apenas parte da maior estrutura de liquidez da economia. "É a posição de liquidez total que é relevante para as decisões de gastar e nosso interesse na oferta de moeda é devido à sua significância no quadro de liquidez global (...). A decisão de gastar assim depende da liquidez num sentido amplo, não sobre o acesso imediato ao dinheiro" (idem). O gasto não é limitado pelo montante de dinheiro em existência devido à variabilidade da velocidade de circulação da moeda, com o que foi assestado um duro golpe na teoria quantitativa da moeda, que pressupõe a estabilidade na demanda de dinheiro e consequentemente, em V. Se esta é uma relação puramente estatística - como o Comitê sugere - não pode haver qualquer influência direta ou causal derivada de mudanças na quantidade de moeda sobre os dispêndios ou os preços.

A posição global de liquidez relevante para as decisões de gastar envolve não apenas a maior prontidão dos indivíduos para gastar em bens e serviços produzidos correntemente, quando eles têm uma reserva agregada maior de ativos líquidos. Tem a ver, também, com o fato de que uma grande parte dos títulos de dívida são mantidos por instituições financeiras, o que significa que o principal efeito de mudanças na taxa de juros deve ser procurado nas suas repercussões no comportamento das instituições financeiras, ao invés de em indivíduos privados.

O Comitê só viu como grande problema para o Banco da Inglaterra a política de administração da dívida, que deveria ser conduzida de modo a fornecer vários tipos de títulos de dívida em montantes e proporções desejadas pelo público, além de ter uma visão de longo prazo. Um sistema bancário altamente desenvolvido já fornece tais facilidades em grande escala, desde que está preparado para acomodar as mudanças na demanda do público em diferentes tipos de ativos financeiros, através das alterações de

composição dos ativos ou passivos dos bancos na direção inversa. Uma vez que o incremento anual na posse total de ativos financeiros do setor privado (considerado como um todo) não é mais do que a imagem de espelho das exigências de pedir emprestado do setor público (numa economia fechada), nem o governo nem os bancos podem determinar quanto desse incremento será mantido na forma de dinheiro (no sentido de notas e depósitos correntes ou M1) e quanto em equivalentes próximos de dinheiro (tais como depósitos que rendem juros) ou em várias formas de dívida do setor público. Assim, nem o governo nem o banco central podem controlar quanto dos ativos financeiros totais o público prefere manter na forma de dinheiro em uma definição particular ou outra. Tudo o que eles podem fazer é variar a persuasão relativa de manter caixa e depósitos a juros, variando r .

A política monetarista só teve sucesso em reduzir o acréscimo de M1, mas isto era óbvio porque a elevação provocada em r levou a demanda do público a desviar-se de caixa para títulos que rendem juros, o que de modo algum significou uma pressão para baixo no dispêndio ou nos preços.

Enfim, a mensagem importante é que a maior parte dos ativos financeiros está nas mãos das instituições financeiras e de empresas, de modo que os bancos podem trocá-los por dinheiro, sempre que houver uma decisão de gastar. Com isso, fica completamente descartada a eficiência de uma política de cunho monetarista do banco central. Nesse contexto, pode-se entender por que, no Brasil, a taxa de juros de curto prazo não é somente determinada pela demanda por "finance" versus a política monetária no "open market", por exemplo, mas principalmente, por ser ela função da preferência pela liquidez de todos os agentes econômicos que estão cobertos de haveres financeiros.

Entende-se, também, que o único campo em que se detectou importante reação ao controle de crédito foi nas compras a prazo, um tipo de empréstimo para tomadores que possuem pouco caixa ou

ativos líquidos e onde o artigo vendido (carro, televisão, mobília) serve como garantia colateral. "Dinheiro apertado" é apenas um instrumento poderoso em relação às decisões de gastar daquelas pessoas que nada possuem (idem).

Na questão da causalidade, Kaldor (1970) não poderia ser mais explícito: "Quando eu ouvi pela primeira vez as descobertas empíricas de Friedman, no início dos anos cinquenta, recebi as notícias com alguma incredulidade, até que repentinamente se tornou claro que os resultados de Friedman deveriam ser lidos ao contrário; a causação deveria ser de Y para M e não de M para Y . E quanto mais eu pensava nisso, mais convencido ficava de que uma teoria do valor do dinheiro baseada numa economia de dinheiro-mercadoria não é aplicável a uma economia de dinheiro de crédito. Num caso, o dinheiro tem uma função de oferta independente, baseada no custo de produção, enquanto no outro caso o dinheiro novo entra em existência em consequência da (ou como um aspecto da) extensão do crédito bancário. Se, como resultado, mais dinheiro entra em existência do que o público deseja reter, a um dado ou esperado nível de renda ou gastos, o excesso será automaticamente extinto - seja através de quitação de dívidas, seja por sua conversão em ativos que rendem juros - de uma forma na qual o ouro não poderia desaparecer de existência meramente por que indivíduos descobrissem que possuem muito dele. Eles podem transferi-lo a outros, mas se eles tiverem menos, outros terão mais".

Chega-se, portanto, a uma questão polêmica acerca do pensamento de Kaldor: ele admite uma certa exogeneidade da moeda no padrão-ouro, mas com o papel-moeda puro, ela teria se endogeneizado. À medida que a moeda deixa de ser uma mercadoria, deixa conseqüentemente de existir um mercado onde a mercadoria poderia ser transformada em moeda, via arbitragem. A moeda sujeitar-se-ia, assim, plenamente ao processo de formação de preços e à extensão do crédito bancário. "A política monetária é representada não por uma dada quantidade de dinheiro, mas por uma dada taxa de juros e o montante de dinheiro existente será determinado pela

demanda. A demanda variará com os pagamentos como antes e é possível que a taxa de juros do Banco Central (...) seja alterada para cima ou para baixo como um meio de restringir o crédito ou torná-lo mais fácil, mais isto não altera o fato de que a qualquer tempo, ou em todos os momentos, o estoque de dinheiro será determinado pela demanda e a taxa de juros determinada pelo Banco Central".

Não lhe parece correto partir de M dado e dizer que r varia com o nível de Y ; o que é dado não é M , mas sim r , com o montante de dinheiro sendo determinado pela demanda. Para os keynesianos, o importante é controlar r , face às alterações em M , ao contrário dos monetaristas, que procuram controlar M via r . Para os primeiros, portanto, é impossível "segurar" a base monetária; o máximo que se pode fazer é aumentar ou diminuir as taxas de redesconto sempre que o crescimento do estoque de moeda correr à frente ou atrás da meta. O estoque de dinheiro é determinado pela demanda (endógeno) e não pela oferta (exógeno), com o ajuste sendo feito pela velocidade. A estabilidade de V em resposta a variações de r é evidência não da importância dos controles monetários, mas exatamente da sua impotência. Ela só ocorre porque a oferta de dinheiro é instável e endógena (Kaldor, 1970, p.8/9).

Finalmente, o fato de o banco central não poder recusar o desconto de "títulos qualificados" (se o fizesse, deixaria de ser o prestador de última instância do sistema bancário e este quebraria), é que torna M endógeno em uma economia de dinheiro de crédito; ou seja, M varia diretamente em resposta a mudanças na demanda do público em manter caixa e depósitos.

5. ALGUMAS QUESTÕES METODOLÓGICAS.

5.1. Problemas relativos ao tempo e às expectativas.

O conceito de equilíbrio está ligado ao de expectativas por meio da variável tempo. Equilíbrio de curto prazo liga-se a preços, produção e emprego e a expectativas de lucros na produção (demanda e custos esperados). Equilíbrio de longo prazo está vinculado a investimentos e suas inerentes expectativas de retorno.

A tentativa de interação desses planos distintos de análise conforma modelos alternativos. Kregel (1973), por exemplo, distingue três deles:

- expectativas de curto e longo prazo estáveis. O problema aqui é o da determinação do emprego e produto quando as expectativas de longo prazo são dadas. Este é o modelo de determinação de emprego e produto de equilíbrio;
- expectativas de curto prazo podem não se confirmar mas as de longo prazo são estáveis. O problema também é, a exemplo do caso anterior, o da determinação do emprego e produto. A diferença é que aqui se trata de um modelo estacionário de ajustamento ao desequilíbrio;
- expectativas de longo prazo não são estáveis, seja porque as de curto prazo estão desapontando, seja porque mudanças autônomas estão ocorrendo.

O primeiro e o segundo modelos refletem melhor a visão que neoclássicos e monetaristas têm do capitalismo. Em Friedman, por exemplo, o longo prazo subordina o curto prazo, porque ele tem uma visão idealizada do capitalismo - capitalismo estável - causada pelos mecanismos do mercado e pela disciplina da moeda.

A questão da temporalidade, como sempre, é tratada de forma bastante obscura. Enquanto Simonsen e autores que usam modelos do

tipo IS-LM falam em equilíbrio de curto prazo, Bacha (1982, p. 5/7) postula a validade da TQM para o médio prazo. Para ele, no modelo macroeconômico estruturalista, "a taxa de investimento é insensível à oferta da moeda, ficando o ajuste do mercado monetário implicitamente por conta de variações na velocidade de circulação da moeda, enquanto no modelo 'monetarista' a velocidade de circulação da moeda é constante, devendo o investimento, portanto, adequar-se à poupança disponível". A compatibilidade de um modelo com o outro é feita, então, através de um processo de ajuste temporal, em que se postula que no curto prazo não há, por exemplo, efeito de uma contração monetária sobre o investimento, imperando, assim o ânimo vital dos capitalistas sobre as forças da restrição monetária. No médio prazo, entretanto, fazem-se sentir os efeitos de um aperto monetário prolongado, caindo a taxa de investimento e retornando a velocidade-renda de circulação da moeda a seu valor 'normal'."

Resumindo: o curto prazo admite o desequilíbrio do mercado monetário; o médio prazo é definido ad hoc como sendo o tempo "necessário" para que, ceteris paribus, se restabeleça o equilíbrio. Bacha, aliás, chegará ao longo de seus livros de macroeconomia a paradoxal conclusão de que a demanda efetiva - que ele desenvolve a partir de uma abordagem kaleckiana - vale para o curto prazo (ou ajustamento instantâneo) e a TQM para o médio prazo.

Talvez o terceiro modelo de Kregel pudesse, num certo sentido, ser identificado com Keynes, para quem o curto prazo subordina o longo prazo. Sua ótica é a de um capitalismo instável, onde o horizonte de expectativas é de curto prazo, com grandes reflexos na esfera da decisão de investimentos. Melhor seria dizer, inclusive, que ele se recusa até mesmo a formular questões para o longo prazo, por considerá-lo não teorizável.

Importa, no entanto, ressaltar o sentido assumido pelo tempo nos modelos neoclássicos e monetaristas. Embora eles mencionem

expectativas, trabalham com um tempo lógico, cuja principal distinção frente a um tempo histórico é que aquele é reversível, porque incorpora coeficientes de adaptação para dar conta de erros de expectativa, enquanto este não o é.

A função das expectativas no monetarismo é a da determinação do ajustamento de um período de tempo lógico a outro, até que o equilíbrio geral seja alcançado. Suas manifestações mais recentes começaram com as expectativas adaptativas, cuja essência é a existência de um ajustamento retardado entre a formação da expectativa e a emergência de uma nova informação. Embora se desconheça o valor futuro de uma variável, a distribuição de probabilidades de seus retornos é tida como conhecida. A racionalidade que está por trás é que as expectativas só se adaptam gradualmente à nova informação.

Ao longo dos anos setenta, o monetarismo fez uma passagem da visão de expectativas adaptativas para uma de expectativas racionais, onde eventos externos que conflitam com eventos antecipados produzem imediatamente uma reação dos indivíduos na direção da distribuição eficiente dos recursos. Mesmo assim, embora parecendo tratar com incerteza e previsões, o monetarismo não fez mais do que reincorporar o modelo de certeza perfeita, deixando campo apenas à permanência de erros aleatórios, não previsíveis.

Na estrutura keynesiana, por outro lado, a função das expectativas é a da determinação do comportamento dos agentes econômicos em contexto de ausência perpétua de convergência ao equilíbrio. "Para propósitos práticos, os indivíduos formam uma visão qualitativa quanto à probabilidade de um resultado particular, dada a evidência disponível, limitada. Probabilidade neste sentido tem mais a ver com o processo de persuasão e discussão do que com experimentação mecânica" (Dow, 1985, p. 155). Suas expectativas são tanto ativas como passivas envolvendo aspectos objetivos e subjetivos. Embora elas possam permanecer estáveis por longos períodos de tempo, o potencial de instabilidade está sempre pre-

sente, desde que não há mecanismo pelo qual as expectativas possam com sucesso ajustar-se continuamente à nova informação acerca do passado. (idem, pag. 165/6).

De Shackle (1967), por exemplo, vem a visão de um mundo caleidoscópico, onde os movimentos econômicos alteram os padrões de comportamento vigentes e confundem as expectativas (como os espelhos coloridos do caleidoscópio). Nesse caso, deve-se mudar o conceito de probabilidades pelo de surpresas potenciais. Os indivíduos só reagem a eventos surpreendentes e há lentidão e descontinuidade de respostas às novas informações, não garantindo distribuição eficiente dos recursos.

Trabalha-se com um tempo histórico que especifica sequências causais e não lógicas. Importa aqui analisar a "influência do passado sobre o presente, do presente sobre o futuro e do futuro (esperado) sobre o presente" (Possas, 1987). O passado afeta o presente através das decisões dos agentes econômicos de produzir, estocar, vender, oferecer emprego, fixar preços e salários. O presente afeta o futuro na medida em que as decisões econômicas podem se dar sob condições técnicas distintas, o que envolve, inclusive, "a alteração ou revogação parcial de decisões em curso". O futuro esperado afeta o presente como reflexo da presença de expectativas em toda decisão econômica e que introduz um componente de incerteza, em maior ou menor grau (idem).

Para Keynes, as expectativas de curto prazo envolvem aquele período que vai do pagamento dos salários e da compra de insumos até a venda do produto por dinheiro, isto é, que trata da obtenção de lucros sobre a produção corrente. A firma dará emprego se ela espera que a receita das vendas no fim do período exceda os custos variáveis em que ela incorrerá, ambos itens calculados em termos monetários. Este é o prazo de formação da renda e do retorno dessa renda.

Abrange, também, a compra de ativos voltados à obtenção de ganhos de capital. Quanto mais sofisticados os mercados financeiros e de capitais, maior a importância das expectativas de curto prazo. Quanto maior (menor) a taxa de juros, por exemplo, menor (maior) o preço dos ativos de capital - o valor de mercado da riqueza "velha" - e, portanto, menor (maior) o incentivo a novos investimentos - acumulação de riqueza "nova".

O longo prazo tem a ver com o horizonte em que são embutidas as expectativas daquele que vai adquirir o bem de capital. É um período mais amplo em que não se emprega trabalho, mas que envolve o aluguel ou compra de equipamentos; este é o significado que ele dá para o conceito de investimento. As expectativas de longo prazo só são relevantes para a compra de ativos relativamente ilíquidos, destinados a serem preservados ao longo de seu período de vida útil. São pouco relevantes, porém, como "feedback" porque, mesmo quando corretas, elas levam muito tempo a serem confirmadas ou negadas e, também, porque não podem ser julgadas antes que o novo projeto esteja em funcionamento, o que torna irreversível a decisão.

A subordinação evidente das considerações de longo prazo à especulação de curto prazo é reforçada pela visão de que o investimento depende, também, do instinto de jogador do empresário: de seu "animal spirits". Embora extremada, faz sentido essa posição de encarar as expectativas de uma firma como mais sustentada em previsões do estado geral da economia ou indústria e dos seus concorrentes do que dos níveis de demanda estimados para dez ou vinte anos depois.

Em resumo: as expectativas neoclássicas e monetaristas são puramente reativas (passivas), na medida em que os teóricos do equilíbrio assumem certo tipo de comportamento racional (maximização em condições de certeza), sendo endógenas a seus modelos. As expectativas keynesianas, ao contrário, são tanto ativas como passivas e carregam um grande potencial de instabilidade.

5.2. O papel do dinheiro.

Incerteza, tempo, mercado presente de meios de produção e força de trabalho, mercado futuro de vendas dos produtos e contratos são, dentre outros, elementos constantes da teoria monetária da produção de Keynes. Inexiste um mercado de trabalho no sentido neoclássico: o capitalista oferece emprego e paga salários até o ponto em que estima ser máxima a "quase-renda". O salário real não é fruto de negociações; sua determinação se dá a posteriori. O crucial é o contrato de oferta feito com os fatores. A fixação dos salários nominais, na barganha entre capitalistas e trabalhadores, se organiza em função das expectativas futuras. O processo é simultâneo: fixação dos salários nominais e expectativas dos empresários. Daí depreende-se que o dinheiro entra na circulação monetária através dos contratos, em especial do contrato de trabalho; é assim que o dinheiro é integrado no circuito de renda.

Na verdade, há um tipo de contrato que antecede aquele celebrado entre trabalhadores e capitalistas e que, inclusive, é mais importante: é o contrato efetuado entre a empresa e o banco, no qual o banqueiro avança crédito, sacando sobre si mesmo, na expectativa de que a firma possa reembolsá-lo quando produzir e realizar suas mercadorias.

O dinheiro é, portanto, integrado no circuito pelo gasto capitalista, dada certa expectativa de lucro. Ao Estado cabe o papel de forçar o cumprimento do contrato e garantir sua liquidação naquela unidade de conta. "Para Keynes, a moeda é importante porque o futuro é incerto e imprevisível. A moeda fornece o elo correto entre o presente e o futuro incerto porque é o mais líquido e o de menor risco de todos os ativos disponíveis como reserva de valor ao longo do tempo. É por esta razão que as pessoas, numa economia monetária, desejam reter moeda para propósitos de transação muito mais do que obter bens físicos, e que todos os con-

tratos, débitos e trocas são denominados em termos de moeda" (Kregel, 1973, p. 155). A função mais destacada do dinheiro é, portanto, a de reserva de valor; esta é a função propriamente capitalista. E, uma vez que o dinheiro é usado para fins especiais e não só transacionais, sua demanda se constitui num dos elementos essenciais de determinação da taxa de juros. Se não se considerar a moeda, não se determinarão as grandezas que dependem da taxa de juros, particularmente a produção de bens de capital.

Se no mundo sem incertezas do quantitativismo não há necessidade do dinheiro como reserva de valor, o mesmo não se dá em Keynes, para quem é esta função que permite ao capitalista usar dinheiro como capital. O dinheiro não apenas como unidade de conta ou meio de pagamento, mas também como meio de diferimento de decisões (reserva de valor), destrói a lei de Say de identidade da oferta/demanda total de todos os bens tomados em conjunto.

O estágio do capitalismo analisado por Keynes difere bastante da situação atual, conforme Conceição e Belluzzo (1985). Àquela época, podia-se supor condições contratuais estáveis, sobretudo nos mercados de trabalho e de crédito, que não se estaria longe da realidade. O cálculo capitalista se dava em condições de padrão monetário estável, oferta de moeda regulada pelo banco central e taxa de câmbio fixa. Neste caso, as empresas industriais formavam seus preços a partir de custos primários relativamente estáveis, adicionando um "mark-up" fixo. Dentre os custos diretos, ressaltava a taxa nominal de salário, fixada em negociações coletivas de trabalho e mantida constante no período de produção.

Keynes usou a teoria marshalliana para os preços, onde estes tenderiam a igualar-se ao custo marginal de produção. Entretanto, ele incluiu no custo marginal o chamado custo de uso, onde se impactam as expectativas e incertezas quanto a preços e produção. Segue-se que o preço de oferta de cada produto não dependeria só das particularidades técnicas da indústria, mas, também, das ex-

pectativas de vendas que incidem na determinação do custo marginal de uso do equipamento produtivo.

Na sua equação de preços de curto prazo, ele não considerou o efeito da depreciação (custo suplementar), as variações na taxa de juros e, tampouco, a existência de lucro (lucro "normal" é um componente de custo na teoria da firma de Marshall-Pigou). O preço de oferta de curto prazo seria assim, igual ao custo primário marginal.

Isto difere da equação do preço de oferta de longo prazo, porque este seria igual à soma dos custos primário, suplementar, de risco e de juro. Em outras palavras, o preço de oferta global seria um preço esperado que cobriria os custos diretos e o custo de uso das instalações, além de uma margem normal de lucro, conforme Marshall. Porém, avançando com relação a este autor, Keynes define período de produção (horizonte em que estão embutidas as expectativas daquele que vai adquirir o bem de capital) e custo de uso (medida do que se sacrificou para produzir o valor da venda de produtos acabados a terceiros; aproxima-se à idéia de custo de oportunidade do uso do equipamento e equivale à depreciação voluntária). Desta forma, de acordo com Conceição Tavares e Bel-luzzo, é este preço de oferta de longo prazo que vai permitir a valorização esperada dos ativos da empresa, no período de produção, sejam eles estoques de matérias-primas, produtos acabados ou depreciação de capital fixo.

Como as dívidas também são fixas no período de produção em termos de prazos e taxas de juros, pode-se planejar o preço global de oferta, havendo razoável possibilidade de que o lucro esperado se concretize. Tal não ocorreria, apenas, se as quantidades, mas não os preços, se frustrassem. É neste preciso sentido que se fala que as variáveis de ajustes são a variação de estoques ou o grau de utilização da capacidade.

Em tal ambiente, o surgimento de inflação só poderia decorrer de uma rigidez de oferta. Esta, por seu turno, estaria associada com a plena ocupação da capacidade, ocorrendo, portanto, perto do auge do ciclo e podendo ser de custos (no mercado de "commodities") ou de renda (gargalos no mercado de trabalho).

Uma síntese final de Keynes seria a seguinte: dados os salários nominais, que são os únicos que podem sofrer pressão por parte dos trabalhadores, os preços, a produção e o emprego são determinados, simultaneamente, pela demanda efetiva. A demanda de trabalho é consequência imediata das decisões da empresa em utilizar capacidade produtiva instalada. Não há, portanto, qualquer relação de causalidade entre demanda de trabalho e salário real. Este, por sua vez, sob hipótese de livre concorrência e rendimentos decrescentes a curto prazo, mantém relação inversa com o nível de emprego.

Em termos das relações deste último com o dinheiro, fica claro que só no caso de a TQM ser válida poder-se-ia esperar qualquer tipo de variação na demanda efetiva. Isto, no entanto, não é provável, não só à luz de suas críticas teóricas à TQM, como também face à situação recessionista do mundo de então, onde a preferência pela liquidez era significativa.

A situação atual é completamente diferente. A associação de política fiscal expansionista e monetária contracionista nos EUA - que implica a atração de todo tipo de capitais especulativos à órbita mundial -, a par de uma total instabilização de todos os mercados (taxas de câmbio flutuantes, padrões monetários inflacionados, mercados de trabalho instáveis e mercados de crédito com taxas variáveis), levou o cálculo capitalista a uma situação de total incerteza. O reflexo direto disto é que há, hoje, uma tendência generalizada a se estabelecer "mark-ups" maiores, com a finalidade de proteger as margens de lucro, mas introduzindo por aí uma "inflação de lucros". O pior é que o aumento das margens projetadas de lucro pode não se consubstanciar, com as margens

efetivas de lucro ficando nos mesmos níveis (ou menores) de antes, face à queda no volume físico negociado, o que prejudica a capitalização das empresas e reforça as tensões inflacionárias e, ao mesmo tempo, recessionistas que se presenciavam hoje.

As políticas econômicas keynesianas estariam, assim, abaladas não por qualquer tipo de inconsistência teórica, mas porque faz uma grande diferença analisar-se um mundo de recessão com deflação (keynesiano) e um de recessão com inflação (atual).

5.3. A análise monetária de Keynes.

Davidson (1977), constata que "Keynes desenvolveu um novo paradigma no qual incerteza, tempo histórico, dinheiro e a instituição de contratos - especialmente o contrato de salário nominal - assumiram papéis críticos". O próprio Hicks (1975) reconheceu mais recentemente que a teoria de Keynes estava "no tempo (de calendário)" e que "passado e futuro são diferentes". Também entendeu que a liquidez é "uma questão de provisão contra um futuro incerto (e portanto) liquidez é um problema de economia no tempo". Com isso, renegou seu próprio diagrama IS/LM, dada a incapacidade deste sistema de equilíbrio geral absorver a variável tempo.

Deve-se, então, descartar liminarmente, numa economia monetária em sentido keynesiano, as hipóteses walrasianas de equilíbrio geral, onde produtores e consumidores estão livres da incerteza e seguros de seus gostos, recursos, produtividade e da conduta do mercado. É impensável, também, a existência de um sistema de preços que pré-ajustará todas as escolhas antes que qualquer produção ou troca seja efetuada (sistema atemporal, onde as transações são efetuadas numa única data). Finalmente, não há um mercado de trabalho que se equilibre, sendo a demanda determinada pela produtividade marginal e a oferta por considerações de salá-

rio real, o que implica pleno emprego por hipótese e que o salário nominal seja, apenas, mais um preço no equilíbrio geral, não tendo importância específica sua determinação. É natural que neste mundo "irreal" o dinheiro só apareça depois que todos os elementos reais de troca estão resolvidos.

A análise monetária de Keynes, ao pressupor um mundo de incerteza está associada a três instituições - contratos, sanção e compensação - e a duas propriedades - elasticidades-produção e substituição do dinheiro iguais a zero ou negligenciáveis. As principais características de uma economia monetária no mundo real (monetário) são incerteza, falibilidade, convenções, instituições, comércio, finanças e confiança. O dinheiro entra em existência junto com as dívidas, as quais são contratos por pagamentos diferidos e listas de preços, que são ofertas de contratos de compra e venda" (Davidson, 1977).

Os salários nominais, por seu lado, cuja determinação contém elementos exógenos e endógenos (estes últimos seja através de salários passados, de eventos de preços ou emprego, seja através de antecipações acerca destas variáveis), não são determinados nos mercados competitivos. Seu nível, "como um preço que entra em praticamente todas as funções de custo e a maior parte das funções de demanda do consumidor, não pode ser deixado livre para se mover sem que esta flexibilidade salarial afete praticamente todos os preços, e assim o emprego, através da demanda por dinheiro" (idem). A teoria do equilíbrio geral teria, pois, que mudar para permitir a possibilidade de um equilíbrio que falha em equilibrar o mercado de trabalho, isto é, para atender à influência dos salários nominais nos outros preços, o que raramente é verdadeiro com seu instrumental disponível.

A análise de Keynes, embora de curto prazo, envolve conceitos como o de período de produção ao tratar dos determinantes do emprego e do salário e trabalha com variáveis hierarquizadas (umas se sobrepondo a outras, em função de sua importância rela-

tiva), com um claro sentido de determinação causal. Talvez por isso é que Tobin (1972) elogia a interpretação dada por Axel Leijonhufvud, o qual teria argumentado que "... no capítulo I e ao longo da Teoria Geral, o que Keynes chama equilíbrio deveria ser visto como persistente desequilíbrio, e o que aparece como estática comparativa é realmente aguda e incisiva, embora deselegante, análise dinâmica". A deselegância correria por conta do esforço de Keynes em apresentar sua teoria na roupagem de seus pares na universidade inglesa, devendo essas suas concessões serem desprezadas em benefício de seu conteúdo magistral.

A CRÍTICA PÓS-KEYNESIANA PARA UMA ECONOMIA ABERTA.

1. KEYNES E O PADRÃO-OURO.

Comentando o sistema do padrão-ouro - mais particularmente, o período entre 1820/1930 -, Keynes (1930, p.21) afirma que o ouro era uma moeda internacional mas não local. Na controvérsia "bullionista", Ricardo estaria correto em afirmar que a moeda em seu estado mais perfeito deveria consistir de material barato, embora mantendo valor igual ao do ouro que ela professasse representar. O ouro só deveria servir para propósitos de exportação (em barras), mas não para a circulação interna de um país.

O problema da circulação de cada país estaria em assegurar que não ficaria sem reservas internacionais, gastando a menor proporção possível de seus recursos em ouro e procurando obter o máximo possível dele. A solução apropriada para cada país dependeria de sua posição no mercado monetário internacional e de suas relações com os grandes centros financeiros. Era na tentativa de resolver estes problemas que o padrão-ouro deveria ser julgado.

A favor do ouro argumentava-se que ele mantinha os países "alinhados", no sentido de não poderem crescer mais do que deveriam. Que ele limitava o poder discricionário dos bancos centrais. Keynes contra-argumentou dizendo que, no plano teórico, isto poderia ser verdade, mas na prática, sempre que houve uma severa tensão numa economia nacional o padrão-ouro foi suspenso. Há pouca evidência para apoiar a visão de que autoridades que não têm capacidade de gerir um padrão nacional, possam fazê-lo para um padrão-ouro internacional. Na verdade, a presunção - não há evidências de algo que nunca foi tentado - é bem ao contrário: um padrão nacional não sujeitaria a economia interna a choques tão

violentos quanto aqueles derivados de uma tentativa de continuar a conformar-se a um padrão internacional.

Além do mais, mesmo que o padrão-ouro servisse para manter países atrasados 'alinhados', ele também poderia impedir o desenvolvimento do padrão de administração monetária dos países progressistas. Por isso, o padrão-ouro era parte do aparato do conservadorismo. "Pois o conservadorismo está sempre mais voltado à prevenção de recursos com relação ao grau de progresso que as instituições humanas já atingiram, do que à promoção do progresso naquelas regiões que já estão prontas para ele..." (Keynes, 1930, p.268).

Suas críticas ficam evidentes ao refutar a idéia de que o ouro teve sucesso por longos períodos ao manter uma razoável estabilidade do poder de compra; o de ter sido um padrão estável de valor (1930, cap.35). Esta estabilidade, porém, não estaria ligada à oferta de ouro - que, ele reconhece, cresce pouco ano a ano - mas à deliberada regulação da demanda.

Supondo que a taxa mundial de crescimento fosse da ordem de 3% a.a. e a da nova oferta de ouro só de 2% a.a., o quantitativismo subjacente ao padrão-ouro diria que a tendência seria de um decréscimo de 1% a.a. nos preços. Mas, essa seria uma tendência de mudança de preços no longo prazo, que teria efeitos apenas indiretos. Mais importante seria constatar que mais da metade do estoque de ouro à sua época estava nos cofres dos bancos centrais dos Estados Unidos e França. A política desses bancos - no sentido de variar suas reservas - seria muito mais decisiva para explicar as mudanças de preços de curto e médio prazos.

A grande questão da época do padrão-ouro pode ser sintetizada em termos da dicotomia estabilidade de preços versus estabilidade do câmbio. A taxa de câmbio de um país depende da relação entre o nível interno e o externo de preços. Se o nível externo é instável, é preciso escolher entre estabilizar preços internos e

taxa de câmbio. "A falha do regime pré-guerra, sob o qual as taxas de câmbio entre um país e o mundo externo eram fixas e o nível interno de preços tinha que se ajustar a isso (isto é, ele era principalmente governado por influências externas), era que ele era muito lento e insensível no seu modo de operação. A falha do regime pós-guerra, sob o qual o nível de preços principalmente depende de influências internas (isto é, moeda interna e política de crédito) e as taxas de câmbio com o mundo exterior têm que se ajustar a isso, é que ele é muito rápido em seus efeitos e supersensível, com o resultado de que ele pode agir violentamente por causas meramente transitórias" (Keynes, 1924, p.172/3).

A cadeia causal pré-guerra poderia ser assim visualizada: se o ouro caísse, cairia também a criação de crédito e, portanto, a demanda e o preço de bens sensíveis ao crédito. Isso se espalharia aos demais bens, inclusive os transacionados internacionalmente, estimulando as exportações. Mas, o processo poderia levar meses (não seria automático como em Ricardo) e as reservas, consequentemente, poderiam cair a níveis perigosos antes que forças compensatórias tivessem tempo de operar no sentido do equilíbrio. Além disso, um aumento (diminuição) da taxa de juros teria mais efeito em atrair capital estrangeiro (encorajar investimentos no exterior), que em influenciar preços domésticos. No curto prazo, seria melhor a ocorrência de influxos e refluxos de fundos estrangeiros entre os períodos de calma e de agitação nos negócios, do que variações nos preços. No longo prazo, no entanto, o estímulo à tomada de empréstimos externos poderia obscurecer a seriedade da situação de um país que vivesse além de seus recursos.

A busca de um padrão-mercadoria é bem retratada no caso da Inglaterra, a única a manter ouro em bases sólidas entre os anos vinte e quarenta do século passado. O ouro era o único padrão de valor e circulava livremente (no plano interno e para exportação), ao lado do papel-moeda e dos cheques (Keynes, 1930, p.11). Com o desenvolvimento do sistema bancário, as reservas de ouro -

antes mantidas para atender a recorrentes corridas de depositantes - passaram a cobrir, basicamente, as necessidades de compromissos externos. O perigo decorria de credores estrangeiros de curto prazo exigirem pagamento em ouro não compensável por exigências de recebimento de credores nacionais também de curto prazo.

A solução inglesa para esse problema, embora engenhosa, era bastante peculiar às características de seu mercado monetário e, portanto, não podia ser generalizada. Como a Inglaterra era credora no mercado internacional de empréstimos de curto prazo, a questão do controle das reservas se resumia a impedir uma expansão do crédito ao exterior. Para tanto, o Banco da Inglaterra elevava sua taxa de redesconto ('Bank Rate'), inibindo a ação dos corretores, que agiam como intermediários entre a oferta interna de fundos e a demanda externa pelos mesmos (basicamente materializada na oferta de títulos para desconto).

Em outros países da Europa, o ouro não era o principal meio de pagamento, nem a taxa de redesconto do banco central o único suporte para perdas do metal. A França, por exemplo, mantinha um nível muito elevado de reservas, o que lhe permitia ver eventuais saques substanciais com uma certa fatuidade. Em casos mais graves, sempre existia a possibilidade de suspender os pagamentos em ouro. A Alemanha, ao contrário, carente de reservas de ouro, preferia manter créditos no exterior, que podiam ser sacados quando necessários.

Procurando resumir o substancial, julgo que a solidez do padrão-ouro dependia fundamentalmente da solidez financeira da economia. Países com mercado monetário credor - como a Inglaterra - podiam utilizar-se de políticas indiretas ('Bank Rate'); quando eram devedores, havia necessidade de os bancos centrais fazerem políticas mais diretas. Ou mantinham grandes reservas de ouro ou eles mesmos tinham que manter créditos no mercado internacional. Quer dizer, países financeiramente menos sólidos eram mais depen-

dentes de créditos externos.

Uma alternativa de política importante para países periféricos era a de desvalorizar a taxa de câmbio entre a moeda local e o ouro. Celso Furtado (1963) sintetizou a questão: se todos os países tivessem seu meio circulante baseado na mesma moeda-mercadoria, o ouro, este se distribuiria em função das necessidades do comércio internacional e os sistemas de preços seriam solidários: se a importação fosse maior que a exportação, o país exportaria ouro e, com isso, cairia o meio circulante. Os preços cairiam (conforme a Teoria Quantitativa), trazendo um estímulo às exportações e um desestímulo às importações (e vice-versa).

A explicação para isto viria da natureza que as crises assumem no centro e nas economias dependentes. O ciclo das economias industrializadas estaria ligado às flutuações no volume das inversões. O ajuste a ser promovido na crise - detonada por uma contração brusca dessas inversões - implicaria aumento nas margens dos produtos industrializados, queda no preço dos produtos primários de importação e internação (ou queda de ritmo) de capitais de risco.

Na periferia, como é óbvio, deteriorar-se-ia a balança comercial e o movimento de capitais autônomos. Para que o ajuste não passasse pela necessidade de constituir dívida externa, imensas teriam que ser as reservas metálicas. Não seria, portanto, suficiente que todos os países participassem de um sistema baseado numa mesma moeda-mercadoria, o ouro, mas também que todos tivessem expressão econômica razoavelmente igual (hipótese de "país pequeno"). Não fosse assim e não se poderia pensar que todos os países pudessem manter reservas de ouro ou divisas conversíveis em montante adequado a atender eventuais déficits nas suas relações de troca externas.

Na impossibilidade de manter níveis elevados de reservas, países sujeitos a desequilíbrios no balanço de pagamentos derivados de contrações cíclicas na economia mundial, manifestariam a

tendência a corrigir tais desequilíbrios via reajustamentos na taxa cambial. O próprio caso brasileiro é suficientemente ilustrativo do irrealismo de tal suposição, tendo o país que desvalorizar a taxa de câmbio em suas recorrentes crises cambiais, face à total inviabilidade de exportar ouro - aliás inexistente em reserva - para fazer frente às grandes oscilações do comércio exterior, típicas de países monocultores.

Concluindo: o debate dos anos vinte deste século, acerca da restauração do padrão-ouro, encontrou em Keynes um severo crítico. Entre estabilizar os preços internos e a taxa de câmbio, o primeiro seria sempre preferível, mas, a restauração não só não promoveria a desejada estabilidade dos preços internos como só seria efetiva para a taxa de câmbio se todos os países aderissem a ela.

O padrão-ouro foi definitivamente abandonado na Inglaterra em setembro de 1931, libertando-a de um debate artificial acerca da manutenção ou não da valorização da libra. A desvalorização da moeda inglesa trouxe grande incentivo às atividades produtivas e forçou os países industriais competidores a também abandonar a paridade ouro (Keynes, 1931, p.245/9).

2. O PÓS-KEYNESIANISMO.

O pensamento monetarista acerca do balanço de pagamentos tem mantido as hipóteses de exogeneidade do estoque nominal de moeda para economias fechadas ou abertas. O enfoque desenvolvido por Dow (1987, pg.237/57), de corte pós-keynesiano, procura mostrar a endogeneidade da oferta monetária em termos das respostas das instituições financeiras a diferentes condições econômicas; isto é, ela se mantém em economia fechada e aberta devido às inovações financeiras.

No modelo monetarista global, as flutuações de curto prazo na atividade econômica, ao longo dos ciclos de negócios, são fenômenos monetários. Mudanças exógenas nos estoques de dinheiro são a principal fonte de instabilidade econômica. O setor real é visto como inerentemente estável, assim como também é estável a demanda por saldos reais para financiá-lo.

Abertura econômica diminui a instabilidade. Os ciclos são eventualmente amortecidos pelas forças de mercado numa economia fechada; integração com mercados internacionais dá mais poder ao processo de amortecimento. Por exemplo, supondo-se taxas fixas de câmbio e mobilidade internacional de capital, um aumento na oferta doméstica de moeda promoverá queda na taxa de juros vis-à-vis a taxa externa e, conseqüentemente, fuga de capitais e déficit de balanço de pagamentos até que a taxa interna de juros suba ao nível mundial. O excesso de dinheiro será eliminado antes mesmo de qualquer acréscimo na produção; o ciclo nem terá chance de começar (Dow, 1987, pg.24).

Se a taxa de câmbio for flutuante, não haverá desequilíbrios de balanço de pagamentos nem influência no estoque doméstico de moeda; mas, saídas de capital pressionam para baixo a taxa de câmbio, aumentando o preço dos produtos importados. Embora a produção possa crescer no setor de bens não-comerciáveis se subir a oferta de moeda, o acréscimo no preço dos produtos importados assegurará ajuste imediato no nível de preços domésticos. O ciclo é amortecido e, se as expectativas forem racionais, não haverá nem mesmo ciclo.

Em resumo: ofertas exógenas de moeda, em ambiente de mobilidade de capitais, não têm capacidade de alterar o nível de atividade econômica. Se a taxa de câmbio é fixa, o ajuste se dá via déficit no balanço de pagamentos e não no nível interno de preços; se a taxa de câmbio é flutuante, o balanço de pagamentos não se altera, mas há inflação.

2.1. Taxas fixas de câmbio.

Para o caso de economia aberta, com taxas fixas de câmbio, a endogeneidade da oferta de moeda se mantém com base no seguinte esquema. Se a renda ou rentabilidade esperada sobe em um país relativamente ao resto do mundo, os investidores (domésticos e estrangeiros) vendem ativos externos e compram ativos domésticos. Há um superávit no balanço de pagamentos e, conseqüentemente, um aumento na oferta doméstica de financiamento. A oferta/demanda de "finance" para qualquer país depende do retorno esperado dos investimentos: se o retorno sobre os investimentos no estrangeiro sobe, a oferta financeira cai, o que pode fazer abortar uma expansão; numa contração, a oferta financeira cai, mas pode ser compensada por uma demanda por saldos domésticos ociosos à medida que forem sendo substituídos ativos estrangeiros. Decorre disso que pode haver queda de reservas, que forçará a implementação de ajustamentos de renda que piorarão a tendência para baixo.

A mudança nas reservas tem a ver com o comportamento da balança comercial e com as contas de capital de curto e longo prazos.

A conta de capital de longo prazo é pró-cíclica; se o retorno do investimento sobe com relação ao exterior, aquela conta trará adições à oferta financeira. A conta de capitais de curto prazo é influenciada pela taxa nominal de juros, que sobe ou desce antes da economia alcançar o pico ou a depressão do ciclo. À medida que o pico (depressão) se aproxima, a taxa de juros sobe (cai) relativamente aos países com menor expansão, encorajando a entrada (saída) de capital. Os fluxos de capital de curto prazo tendem, pois, a prolongar o ciclo.

A influência da balança comercial na oferta de moeda depende de a expansão ser gerada internamente (países centrais) ou externamente (economias dependentes). No primeiro caso, economias diversificadas com setor externo relativamente pequeno costumam ex-

pandir-se a partir de suas decisões autônomas de investir. O principal resultado será um acréscimo nas importações relativamente às exportações. A conta de comércio agirá contraciclicamente à oferta de moeda, modificando a amplitude dos ciclos.

No caso das economias periféricas, muito dependentes das exportações, uma expansão vinda de fora será forte nos estágios iniciais, quando as exportações subirão rapidamente. Num segundo momento, porém, as importações aumentarão (particularmente de bens de capital), reduzindo o superávit comercial. O efeito combinado do corte nos ganhos das exportações líquidas com o crescimento da renda aumentarão as perspectivas de uma reversão para baixo, detendo outros influxos de capital. A oferta de moeda será procíclica com a expansão da atividade econômica, mas é de se esperar grande instabilidade nela, que será particularmente restrita em períodos de contração.

2.2. Taxas flutuantes de câmbio.

Para o caso de taxas flutuantes de câmbio, o balanço de pagamentos não tem efeito direto na oferta nominal de moeda e o ajuste é feito na própria taxa de câmbio. Mas há efeitos indiretos na oferta de liquidez. Um aumento na taxa de câmbio, por exemplo, promove queda no preço das importações e, em decorrência, um aumento no valor real da oferta de moeda. Por outro lado, embora os valores nominais dos fluxos entre os países se cancelem, não há razão para que a estrutura de vencimentos dos ativos trocados seja igual. O importante é constatar que uma economia aberta responde mais a retornos esperados que uma economia fechada (Dow, pg.251).

No plano da moeda, é a sua demanda que é mais afetada. Mudanças esperadas na taxa de câmbio provocam alterações na preferência pela liquidez, que podem ser representadas por variações

na elasticidade da demanda por moeda. Ao mesmo tempo, altera-se a composição do portfolio entre ativos domésticos e ativos denominados em moeda estrangeira. Se, por exemplo, os agentes econômicos esperarem uma valorização do câmbio, a entrada de capitais toma a forma de compra da moeda nacional com o intuito de comprar seus títulos, aumentando a circulação interna. Especula-se contra a moeda estrangeira até que se acredite que a moeda doméstica está atingindo seu pico quando, então, volta a fazer sentido reter títulos em moeda estrangeira.

É pouco provável que essas entradas e saídas - isto é, esses fluxos de capital de curto prazo - sejam unidirecionais ao longo do ciclo, mesmo que as taxas de câmbio se movam firmemente pró ou contraciclicamente. Os mercados de capitais são muito influenciados por especuladores, cuja função é antecipar pontos de virada. Há influxos quando se espera uma mudança de depreciação para apreciação no câmbio e refluxos no caso contrário. "A demanda por dinheiro doméstico cai temporariamente à medida que a moeda se aproxima do vale e sobe temporariamente à medida que se aproxima do pico"; dependendo da preferência pela liquidez dos negociadores em se anteciparem aos lucros em termos da moeda estrangeira e nacional, respectivamente. Há entrada de capitais estrangeiros quando a moeda nacional está muito desvalorizada e se espera uma inversão de sinal. A demanda por moeda nacional cai, porque o importante é ter moeda estrangeira para comprar títulos nacionais. Inversamente, ao se aproximar do pico, deixa de ser interessante manter títulos domésticos; busca-se a moeda nacional apenas provisoriamente para poder trocá-la por uma moeda estrangeira e daí passar aos títulos estrangeiros.

2.3. Mobilidade de capitais e política monetária.

Na prática, esses efeitos se manifestam sob a forma de maior interdependência das políticas monetárias nacionais. A aparição

do mercado da euromonedas gerou uma maior mobilidade nos fluxos internacionais de capital, sobretudo nos fluxos a curto prazo. Isto, por sua vez, fez com que as condições do crédito interno dos principais países industriais ficassem muito ligadas às condições de crédito internacional. As políticas monetárias internas desses países perderam autonomia para controlar a expansão dos agregados monetários nacionais e as taxas de juros internas.

Num mundo de taxas cambiais fixas como, salvo exceções, era o dos países industriais até a quebra do sistema de Bretton Woods, a maior mobilidade dos fluxos de capital a curto prazo gerou uma tendência à equalização das taxas de juros entre os países sem restrições nos mercados cambiais (Noya e outros, 1982). Por exemplo, suponha-se que a taxa de juros dos depósitos em libras em Londres é maior que a taxa de juros dos depósitos em dólares em Nova Iorque. Os depositantes no mercado de Nova Iorque tendem a transferir seus depósitos para o mercado de eurodólares, o qual, em virtude da maior taxa do mercado londrino poderá oferecer melhores condições. Por sua vez, os eurobancos emprestarão estes dólares aos bancos de Londres, os quais os converterão em libras esterlinas, obtendo uma fonte de recursos mais barata que os depósitos internos. Como o Banco da Inglaterra intervém no mercado cambial para manter a taxa de câmbio nos limites estabelecidos, terá que comprar os dólares injetando libras. Expandir-se-ão os meios de pagamento ingleses e existirá uma tendência à queda da taxa de juros em libras. O Banco da Inglaterra pode tentar esterilizar essa expansão monetária fazendo operações de mercado aberto (vendendo bônus do tesouro), mas isso apenas responderá às condições iniciais que geraram a entrada de dólares, pois se manterá a taxa de juros.

O Banco da Inglaterra terá que optar entre duas alternativas: ou perde o controle sobre os meios de pagamento, ou aceita as taxas de juros impostas pelo mecanismo de arbitragem. Outra opção seria abandonar o sistema de taxas cambiais fixas. Mas aqui a arbitragem entre taxas de juros adquire um caráter diferente.

Os movimentos de capital numa situação na qual podem existir flutuações das taxas cambiais não só seriam regidos pelas diferenças nas taxas de juros, mas também pela expectativa de valorização relativa das moedas. Por exemplo, sendo R_m a taxa de juros em marcos, R_d a taxa de juros em dólares e tm/d a taxa de variação esperada na taxa de câmbio do marco, em termos de marcos por dólar, a tendência do movimento de arbitragem será a de fazer com que se mantenha a relação $(1+r_m) = (1+r_d)(1+tm/d)$. Mas, podem ocorrer fluxos de capital na expectativa de desvalorização relativa do dólar ou do marco. Suponha-se que inicialmente as autoridades monetárias alemãs mantêm a paridade do marco e que há um diferencial de taxas de juros em favor do marco. Isso gerará uma importante entrada de capitais, que pressionará a quantidade de meios de pagamento alemães e aumentará suas reservas cambiais. As crescentes dificuldades do banco central alemão em conter essa expansão indesejada dos meios de pagamento, assim como a pressão dos EUA para que a Alemanha contenha o crescimento de suas reservas (pois significa um déficit no balanço de pagamentos americano) fazem surgir expectativas de que o banco central alemão não comprará mais dólares e deixará flutuar o marco; isto é, que acontecerá uma apreciação do marco em termos de dólares (uma queda em tm/d). Isto fará com que as entradas de capitais se acelerem, porque a rentabilidade relativa de manter depósitos em marco aumentará, ao aumentar o valor relativo dessa moeda.

Este tipo de arbitragem especulativa pode acontecer mesmo que os diferenciais de taxas de juros não sejam significativos. Basta que existam expectativas de apreciação ou desvalorização das moedas. Estes movimentos de capitais foram extremamente facilitados pelo mercado de euromoedas, não só porque os especuladores tinham nele uma fonte de crédito muito flexível, mas também porque os próprios bancos participaram do jogo. E isto teve uma grande importância como fator causal da crise do sistema monetário internacional.

Essa estreita interrelação das políticas monetárias causada pela alta mobilidade dos fluxos internacionais de capital a curto prazo, produto da existência do mercado de euromoeças, tem outro aspecto importante. O que é que determina a taxa de juros no mercado de euromoeças?

Poder-se-ia pensar que é o conjunto das políticas monetárias dos países industriais. Mas, dado o peso da economia americana, a taxa de Juros vigente nos EUA praticamente determina univocamente a taxa de juros no mercado de eurodivisas. Por sua vez, a taxa de juros dos EUA é regida pela taxa de redesconto estabelecida pelo "Federal Reserve". Se se considerar que a taxa de euromoeças influi sobre as taxas de juros e sobre a variação nas paridades cambiais, o mercado de euromoeças se transforma em um veículo de influência da política monetária americana no resto do mundo.

Essa dependência da taxa de juros do euromercado das condições da política monetária dos EUA sugere para alguns que o crescimento do mercado de euromoeças é principalmente determinado pela demanda de créditos. Enquanto existem possibilidades de expandir os créditos, os eurobancos podem fazê-lo, bastando-lhes elevar a taxa de captação de dólares levemente acima da taxa de juros americana, provocando assim uma fuga de capitais dos EUA para o mercado de euromoeças. É claro que este aumento precisa cobrir o risco suplementar de se emprestar fora do mercado doméstico, mas é plausível supor que esse risco não varia muito no tempo (Giddy, 1979, pg.54).

4. AJUSTAMENTO A DESEQUILÍBRIOS EXTERNOS.

Uma visão de capitalismo instável e de endogeneidade da moeda, associadas à percepção da influência da política monetária dos EUA nas finanças internacionais, forçosamente apontaria para formas de ajuste a desequilíbrios externos que envolvessem não

apenas os países devedores, mas também os credores. Afinal, déficits e superávits são ambas manifestações de desajuste, inclusive se se quiser ater aos marcos teóricos ricardianos.

Inversamente, o enfoque monetário do balanço de pagamentos desconhece totalmente o potencial desestabilizador dos mercados de capitais. Ou melhor: não desconhece; considera que a especulação, na busca por lucro máximo, ajuda a estabilizar os preços. A aceitação como pressuposto de arbitragem estabilizadora, associada às hipóteses de plena mobilidade de capitais e de país "pequeno" - que descarta os fenômenos concretos do crescente protecionismo e da existência de países "price makers" e "price takers" - desloca analiticamente a questão do ajuste para os componentes do gasto vis-à-vis a renda. O ônus do ajuste cabe ao país deficitário.

Descartadas a instabilidade sistêmica e a endogeneidade da moeda, o enfoque monetário usa como hipóteses fundamentais a circularidade da equação da renda, o pleno emprego e a constância da velocidade do dinheiro. Mudar-se-á, conseqüentemente, o eixo da discussão até agora empreendida, dirigindo-o à crítica dos supostos desse modelo de ajuste.

4.1. A circularidade da equação da renda.

O pensamento neoclássico, tal como se exprime nos modelos analisados no capítulo IV, ora trabalha com a equação da renda como se fosse uma identidade contábil válida a qualquer momento, ora a considera como uma posição tendencial de equilíbrio. Em ambos os casos, haveria circularidade nas variáveis, não se podendo atribuir qualquer sentido de causalidade entre elas. No entanto, implícita e às vezes explicitamente, admite-se um sentido de determinação que vai da renda para o gasto e o saldo do balanço de pagamentos, o que embaralha e compromete a qualidade da análise.

A principal crítica que se pode fazer ao enfoque da absorção é que o invalida como abordagem teórica é a de presumir um sentido único de causalidade, que vai da absorção para o setor externo. Presume-se que é o excesso (falta) de gastos com consumo e investimento sobre a renda agregada que gerará um déficit (superávit) em conta-corrente.

A observação do mundo real, no entanto, mostra que variações nas exportações ou importações podem anteceder modificações na renda agregada ou na absorção, em decorrência de mudanças nas condições econômicas do resto do mundo (alterações na sua renda agregada ou no nível de preços do exterior). 'Nessas circunstâncias, obviamente $Y - A$ e B também se equalizarão; só que, em vez de darem origem às modificações de B , as alterações em $Y - A$ responderão a elas (em regime de taxas cambiais fixas ou controladas) ou até poderá não haver quaisquer alterações em $Y - A$ (em regime de taxas cambiais livres") (Ramalho, 1987, p.42).

As consequências deste procedimento correm por conta de falta de consistência teórica, onde o princípio da demanda efetiva ora é ignorado, ora é tomado às avessas. O resultado é que se torna perfeitamente possível defender o argumento que o ajuste do balanço de pagamento cabe a quem gastou ("absorveu") mais do que tinha (a renda é dada).

O método neoclássico costuma embaralhar os planos de análise, particularmente devido a sua incapacidade de tratar com a dimensão tempo. Assim, a identidade $Y = A + B$ deveria ser sempre verdadeira. Mas, ela também é uma condição tendencial de equilíbrio, que resume o enfoque da absorção dizendo que as diferenças entre o gasto (A) e a renda (Y) devem ser acertadas, no tempo, com as alterações da balança comercial (B).

Embora aquela identidade não traga, em si mesma, qualquer sentido de determinação causal, a verdade é que, implícita ou explicitamente, aceita-se que tendo sido criada a renda (lucros e

salários, prioritariamente), parte dela é absorvida, sob a forma de consumo, investimento ou gasto público. Fazendo-se uma analogia com um trabalhador individual, primeiro ele ganha a renda para, depois, decidir como gastá-la. Se o gasto supera o ganho, o resultado se impactará nas contas externas: "... se o saldo externo tiver que ser melhorado, a comunidade como um todo deve reduzir sua absorção de bens e serviços com relação a sua renda" (Machlup, 1955, p.272).

Ora, o próprio Machlup critica o enfoque da absorção por ver em Alexander um sentido de determinação causal que começa na renda: "O enfoque renda-absorção de análise do efeito da desvalorização sobre B assume que a causação vai neste sentido: a desvalorização afeta Y; Y afeta A; a desvalorização afeta A diretamente; as mudanças líquidas de Y e A determinam a mudança de B" (idem, p.271). A observação é correta; seu erro decorre da crença de que não há causação em tal equação de equilíbrio.

Em meu entender, uma crítica consistente deve dirigir-se aos determinantes da renda, que não estão explicitados, além de avançar algumas considerações acerca de uma abordagem keynesiana alternativa, que considere:

- que C, I e G são os componentes internos da demanda efetiva. Embora haja uma certa circularidade entre C e Y, o mesmo não se dá com I (função da eficiência marginal do capital e da taxa de juros) e G (autônomo; decisão política);
- e que $(X - M)$ são os componentes externos da demanda efetiva, podendo ser autônomos (mudanças na demanda externa, por exemplo) ou induzidos pelos internos.

Com base nesta constatação de que o gasto antecede logicamente a renda, deve-se concluir que os desajustes externos podem ser derivados de um determinado tipo de gasto, que implique elevado grau de abertura para o exterior. Partindo de uma posição de equilíbrio externo, se as decisões de expandir o consumo, o investimento e/ou a despesa pública provocarem, num segundo momen-

to, um decréscimo (acrécimo) líquido das importações sobre as exportações, ter-se-á que o gasto agregado provocará, simultaneamente, aumentos (diminuições ou aumentos menores) de renda e superávits(déficits) no balanço de pagamentos. Por outro lado, os desequilíbrios externos podem decorrer, simplesmente, de fatores exógenos - choques de oferta, por exemplo. Em nenhum dos dois casos pode-se falar em gasto excedendo a renda, o que só faz sentido em termos ex-post. Mas, neste caso, trata-se somente de uma relação contábil sem qualquer interesse teórico relevante.

Políticas de ajuste devem, portanto, privilegiar uma mudança na composição do gasto, no sentido de tornar a economia superavitária estruturalmente com relação ao setor externo, e não propagar políticas recessivas a partir do suposto de que ela está funcionando a plena carga. Imaginar que a crise é meramente conjuntural e tentar enfrentá-la sem questionar os "mecanismos de mercado" é não entender o fundamental: "Em primeiro lugar, os atuais desequilíbrios de balanço de pagamentos dos países em desenvolvimento decorrem - descontados os descalabros cometidos por governos irresponsáveis - de um desajustamento global entre as estruturas produtivas, os padrões de comércio e as modalidades de financiamento que prevaleceram desde o pós-guerra. Esse desajustamento profundo foi agravado por políticas econômicas dos países desenvolvidos, sobretudo a americana, que a pretexto de porem ordem na casa acabaram por destinar a parte maior dos sacrifícios às frágeis economias do Terceiro Mundo. A expressão mais aguda desta iníqua distribuição de encargos são a elevação das taxas de juros e a deterioração dos termos de troca" (Belluzzo e Cardoso de Mello, 1983, p. 12/3).

O que ocorreu de significativo foi o desgaste dos padrões tecnológicos e de produção, após um grande surto desenvolvimentista no pós-guerra, associado a uma política keynesiana bastarda que, nas palavras de M. C. Tavares (1985, p.6), redistribuiu renda a favor dos mais ricos, aumentou o déficit fiscal e subiu a taxa de juros. O resultado desta explosiva combinação de política

econômica é a de que os EUA recuperaram o controle do sistema bancário, antes internacionalizado, iniciando um processo de retomada do desenvolvimento baseado no setor terciário e na tecnologia de ponta.

Financiando seu desenvolvimento com créditos de curto prazo, endividamento externo e déficit fiscal e mantendo, além disso, sua moeda sobrevalorizada, fizeram os EUA exatamente o oposto do que nos é exigido pelo FMI. M.C.Tavares lembra, com muita perspicácia, que tais foram as políticas que Brasil e México aplicaram recentemente e o Japão na década dos cinquenta, só que a posição de emissor da moeda internacional permite aos EUA não terem nem mesmo inflação.

A saída, é claro, implica reversão de expectativas e, consequentemente, de atitudes. Retomar o crescimento é fundamental, no caso. À medida em que um novo alento se espalhar pela economia, os lucros capitalistas crescentes formarão a fonte natural em que o Estado irá buscar recursos para sanear suas contas.

4.2. A hipótese do pleno emprego.

Acerca do pleno emprego, Harry Johnson distingue dois tipos de déficit do balanço de pagamentos, conforme já se viu no capítulo IV, ao analisar o enfoque da absorção: um de "estoque", outro de "fluxo". O primeiro envolve uma decisão de alterar a composição dos ativos da comunidade substituindo outros ativos por dinheiro doméstico; o desequilíbrio é temporário. O segundo, uma decisão de gastar acima das receitas correntes; o desequilíbrio não é temporário.

O problema que surge quando se está tratando de um déficit tipo "fluxo" liga-se à fonte de produção doméstica adicional requerida para satisfazer à demanda acrescida. Se há subemprego, pode-se aumentar a renda - isto é, mudar a composição da absorção

(processo de substituição de importações, por exemplo) -, eliminando o déficit com acréscimo no emprego e no produto. Se há pleno emprego, não pode haver acréscimo na renda e o déficit só pode ser coberto com queda na absorção ou via inflação, de modo que tem que haver, sempre, diminuição no gasto real.

Ora, o importante é que o enfoque monetário do balanço de pagamentos, supõe o pleno emprego com o que, a priori, elimina a possibilidade de acabar com o déficit através do crescimento econômico. A incongruência maior é a de que o subemprego é perfeitamente admitido, no plano lógico. A prevalência do pleno emprego, no entanto, se faz a partir da seguinte visão: 'Que o enfoque monetário largamente assume uma economia plenamente empregada é parcialmente o resultado do fato de que no contexto de uma economia mundial em crescimento no longo prazo a hipótese de rigidez salarial e emprego variável se torna desinteressante; ou o emprego se expande para o âmbito do pleno emprego e os ajustes de quantidade submetem-se aos ajustes de preços e salários, ou ele se contrai e as pessoas ou morrem de fome e volta-se aos números do pleno emprego, ou há uma revolução em linhas marxistas, ou mais provavelmente o público simplesmente vota pelo outro partido político que não aquele no poder desde que todos eles prometem manter o pleno emprego e o público espera que eles o façam. Mais fundamentalmente, a hipótese de pleno emprego normal reflete a passagem de tempo e a acumulação da experiência de razoável pleno emprego como a norma histórica ao invés da raridade histórica em que a teoria de Keynes e a mitologia da ala esquerda keynesiana transformaram' (Frenkel & Johnson, 1976, p.25).

É difícil deixar de mencionar que poucas vezes se viu uma tal sucessão de argumentos tão ilógicos em defesa de uma tese. Dizer-se que num mundo em crescimento há tendência ao pleno emprego é uma coisa (aliás, não confirmada à luz da evidência histórica de desemprego estrutural no mundo subdesenvolvido); outra é partir daí e assumir este pleno emprego como real.

Bacha(1983, pag.9) prova, a meu ver de forma irrefutável, a "futilidade" da opção recessionista: "Este enfoque, ao deslocar a atenção das contas do balanço de pagamentos propriamente dito (exportações, importações, etc) para as contas nacionais (poupança, investimento, etc.), omite a possibilidade de que um país possa ter um déficit do balanço de pagamentos sem que exista um excesso de demanda interna sobre os recursos disponíveis"; uma queda acentuada no valor das exportações, por exemplo, como costuma ocorrer em países dependentes, sempre que as nações capitalistas centrais entram em recessão cíclica.

Para este autor, três seriam as possibilidades de causas de desajustes externos de um país: "Idealmente, ao invés de ficar manipulando identidades contábeis, o que o staff do FMI deveria tratar de verificar em primeiro lugar é se há ou não desemprego e capacidade ociosa nas indústrias potencialmente exportadoras e substituidoras de importação. Em segundo lugar, procurar determinar se essa ociosidade se deve a falta de demanda externa ou a falta de competitividade. E só então recomendar uma política de ajuste. Caso o problema seja de desemprego com falta de competitividade, a ênfase deveria recair sobre a taxa de câmbio, ou instrumentos conexos de controle das importações e promoção das exportações. Caso as indústrias estejam trabalhando a plena carga, a ênfase do programa teria de fato de ser na redução da demanda agregada interna. Caso o problema seja derivado de uma recessão econômica mundial, então deveria tratar-se de minimizar o ajuste e maximizar o financiamento, até que a economia mundial se recomponha" (Bacha, 1983, p. 10). Embora na prática os três casos se misturem, um sempre acaba prevalecendo, o que não é observado pelo FMI, que insiste em que o problema é de demanda excedente. As prescrições pela redução de gasto agregado têm na raiz, portanto, a aceitação da hipótese de pleno emprego.

4.3. Velocidade renda de circulação do dinheiro constante.

Segundo Bacha(1983, p.11), "a âncora do enfoque é a presunção de que exista uma relação estável entre a demanda por moeda e a demanda por bens. Assim, quanto maior for a demanda por bens, maior será a demanda por moeda. Mais especificamente, a idéia é que a maior demanda somente poderá materializar-se caso a demanda por moeda também possa ser satisfeita. Então, se se controla a oferta de moeda, pode-se controlar a demanda por bens".

Para controlar a oferta de moeda, é melhor fazê-lo via restrição à expansão do crédito interno líquido, o que, na suposição de constância do passivo não monetário, fará com que as flutuações da base monetária (não diretamente controlável pelas autoridades monetárias) fiquem na dependência da expansão/contração das reservas internacionais. "Mas se as reservas se expandem, isto indica que a situação externa do país está melhorando, portanto se justifica que a demanda interna passa aumentar e assim que, nessas circunstâncias, se deva permitir um aumento da oferta de moeda". É por isso que, ao exigir uma determinada expansão do crédito doméstico das autoridades monetárias, o FMI se sinta no direito de fazer considerações quanto à taxa de inflação, que nada tem a ver com sua missão de eliminar desequilíbrios externos de curto prazo.

A defesa da hipótese de velocidade constante baseia-se em argumentos do seguinte quilate: "Em primeiro lugar, é bastante plausível presumir que as pessoas ajustam suas posses de dinheiro em proporção a mudanças nas transações monetárias, das quais, em prazo relativamente curto, a renda nacional (ou produto nacional bruto) é um indicador aceitável. Em segundo lugar, é relevante notar que as autoridades monetárias em muitos países baseiam sua política na hipótese de que a velocidade-renda é aproximadamente constante. Finalmente, é provavelmente possível isolar pelo menos alguns dos fatores que determinam tais flutuações na velocidade à medida em que ocorrem" (Polak, 1977, p. 22).

Traduzindo tais palavras, verifica-se que, em primeiro lugar, é feita a suposição de que a demanda de dinheiro é função estável da renda nacional. Isto contraria Keynes, que só aceita estabilidade para as demandas transacionais e precaucionais, mas não para as especulativas. Além disso, Polak parece basear sua teoria na constância da velocidade, só porque muitos países fazem esta hipótese, ainda que suas evidências não o confirmem.

Em outra passagem lê-se: "A hipótese de velocidade de circulação constante elimina outra complicação, a saber, a extensão de crédito ou a compra pelo sistema bancário de ativos domésticos existentes os quais não levam a gastos em bens e serviços pelo tomador de empréstimos ou pelo prestador dos ativos. Uma operação desta natureza seria equivalente a um aumento na quantidade de dinheiro sem aumento na renda, isto é, uma redução na velocidade de circulação. Assim seria também a compra pelo sistema bancário de moeda estrangeira possuída pelo setor privado. Isto não é para sugerir que nenhuma destas transações não possa ocorrer, mas que em nosso modelo simplificado elas não têm lugar e, por esta razão, podem, provisoriamente ser desconsideradas" (Polak, 1977, p. 30/1). Enfim, além de fazer uma hipótese "heróica", ainda a usa para escamotear problemas que reconhece como de existência real.

Uma derivação direta desta hipótese é a da validade da teoria quantitativa da moeda. Com velocidade constante, a renda não pode mudar senão por alterações na quantidade de dinheiro, já que se presume que a casualidade vai do dinheiro para os preços. "Nosso ponto de partida é que a renda iguala a quantidade de dinheiro vezes a velocidade-renda da moeda. Isto não é nada além de uma identidade, assim como a afirmação de que a renda iguala o consumo mais o investimento. Mas se proposições significativas acerca do dinheiro e acerca da velocidade do dinheiro podem ser encontradas, pode ser possível, através desta definição, chegar-se a proposições significativas acerca da renda" (Polak, 1977, p.17).

Capítulo IX

CONCLUSÕES

1. VALOR.

Aceite-se, com Marx, que os preços oscilam em torno do valor (capítulo VI). Não se aceite, contudo, que se possa reduzir estes àqueles. Valor e preço estão pensados em níveis diferentes de abstração. O valor não é uma "idéia metafísica" à la Joan Robinson, porque serve para mostrar o caráter progressivo, antagônico e contraditório do capitalismo. É problemático, no entanto, para o desenvolvimento de uma teoria monetária. Para esta, o importante é compreender a relação entre preço (manifestação concreta e aparente do valor) e dinheiro. Valor e dinheiro não podem ser comparados sem uma mediação observável, que é o preço. Ricardo trata da relação preço/dinheiro prioritariamente e erra quando fala em valor. Marx centra sua crítica na relação valor/preço de forma correta. Cai, entretanto, no quantitativismo quando fala em papel-moeda na circulação simples. A questão é voltar à relação original (preço/dinheiro) sem cair no quantitativismo.

2. ENTESOURAMENTO.

Sem negar a importância do pensamento marxista a respeito do valor, parece-me necessário evitar qualquer forma de clausura que cerceie o desenvolvimento do debate monetário. E o centro da questão está no conceito de entesouramento. Não há esse conceito em Ricardo. A descoberta de uma nova mina em um país (ou a abertura de um banco) traz como consequência um acréscimo na quantidade de metais à circulação, diminuindo seu valor em relação aos outros países. Ouro e prata tornam-se artigos de exportação até

nova equiparação (Ricardo, 1810-1811, pg.54).

É neste sentido preciso que se pode falar que não há entesouramento, isto é, que qualquer quantidade adicional de ouro diminui o valor unitário de todo o estoque de metal. Não significa que uma parte do metal não possa estar sendo economizada à circulação.

A inexistência de qualquer dimensão temporal traz, como uma de suas principais consequências, a irrelevância analítica do conceito de entesouramento. Assumindo imediatismo nas alterações de valor face a mudanças de quantidade de metais preciosos, não poderia o entesouramento passar de ser uma noção rudimentar de economia à circulação. Inversamente, sua importância analítica só pode ser observada por quem admite que variações na quantidade de metal não levam, necessariamente, a alterações compensatórias de valor. Neste caso, o caminho teórico a ser percorrido é o do processo de formação dos preços.

Para que o estudo possa avançar é preciso detectar aquelas insuficiências metodológicas que não permitiram aos autores em questão abarcar toda complexidade do que pretendiam explicar. Ricardo, por um lado, descartou o entesouramento porque supôs que todo o estoque de ouro perde valor quando aumenta a quantidade do metal. Com isso, sua teoria rigidificou-se num quantitativismo estreito em que a moeda não poderia deixar de ser totalmente exógena.

Marx é muito mais consistente quanto à percepção do significado do valor. Porém, ao desenvolver a análise do dinheiro pela explicitação - e consequente hierarquização - de suas três determinações (medida de valor, meio de circulação e tesouro), acabou por dar uma definição ad-hoc ao entesouramento. Seu antiquantitativismo ficou posto por definição.

Creio que o avanço teórico que vai permitir romper este círculo de ferro tem a ver com a idéia de expectativas, tal como introduzida por Keynes, que permitirá visualizar um entesouramento parcial, ou melhor, uma propensão a entesourar.

3. DINHEIRO: PREÇOS E CÂMBIO.

Ao explicar a inflação inglesa no início do século XIX, Ricardo desenvolveu uma teoria monetária que hoje assumiria a feição de monetarismo radical. As suposições em que assentou sua análise, permitiram-lhe reduzir a já complexa realidade do capitalismo - ainda que em seu nascedouro - ao comportamento de um pequeno número de variáveis. Destas, a primazia foi dada à quantidade de dinheiro que, exogenamente determinada, explicava os preços das mercadorias, o valor do próprio dinheiro e a taxa de câmbio. Não restam dúvidas de que tal método abriu caminho a todo o desenvolvimento ulterior da análise econômica de corte neoclássico.

Os esquemas de funcionamento do padrão-ouro mostram que qualquer emissão excessiva de papel-moeda levaria às seguintes situações:

- no caso hipotético de um país "fechado", à desvalorização de todo o meio circulante, o que inclui a moeda metálica, isto é, à inflação;
- em país "aberto", onde há conversibilidade de papel-moeda em espécie, à exportação do ouro em barra, mantendo-se inalterado o valor do meio circulante (estabilidade de preços). As notas supérfluas emitidas sempre acabariam por sair de circulação e, com isso, os bancos centrais não teriam o poder de emitir uma quantidade redundante de papel-moeda;
- em país "aberto", sem conversibilidade de papel-moeda em espécie, à queda da taxa de câmbio e à inflação.

No plano puramente lógico, o que inclui a aceitação de suposições sabidamente irreais, não há o que contestar em Ricardo; é indubitavelmente elegante sua construção. O fato mesmo de a moeda ser também uma mercadoria de aceitação universal (embora não somente isso), dava ao seu aparato analítico a capacidade de tentar explicar o comportamento da taxa de câmbio, ao menos no que diz respeito às nações centrais da época. Desconheço tentativa semelhante em Marx.

O que ele não conseguiu foi explicar o próprio cerne do quantitativismo, que é a questão da entrada do dinheiro na economia. Pode-se dizer que os preços em Ricardo se faziam do nível agregado para o microeconômico, na medida em que supunha quantidades exógenas de moeda-mercadoria se impactando instantaneamente por todo o sistema econômico.

O grave óbice é que Ricardo sempre pensava em tendências de longo prazo. Nesse caso, a recomposição dos preços relativos só poderia aparecer em sua análise como uma pressão constante no sentido de busca do reequilíbrio, o que não seria incorreto. No entanto, usava de forma simplista uma emissão exógena de moeda para explicar o comportamento dos preços das mercadorias. A inexistência de tempo levava-o a aceitar como automático e efetivo aquilo que fora pensado como mera aproximação a um hipotético ponto de equilíbrio.

O monetarismo está na raiz da explicação que Ricardo dá ao comportamento da taxa de câmbio; suas variações seriam, apenas, um reflexo da magnitude do meio circulante de cada país. Fica aqui reafirmada a pouca importância que se deveria dar aos bancos centrais; a eles caberia, somente, levantar as restrições à plena conversibilidade do papel-moeda em espécie. O liberalismo levaria, sempre, ao melhor dos mundos possíveis.

Outros quantitativistas - Thornton e Malthus, por exemplo - não partilhavam irrestritamente dessa visão e acreditavam na

existência de outros fatores que antecedessem variações na taxa de câmbio. Bosanquet, inclusive, intuiu a forma de entrada do dinheiro na economia a partir do crédito, não vendo porque deveria ela causar inflação e/ou queda na taxa de câmbio, forçosamente.

O fato de o intelecto superior de Ricardo haver dominado tão completamente, e por tanto tempo, a teoria econômica, impediu que se desenvolvessem esforços mais concentrados na linha relevante de pesquisa: a difusão dos preços no tempo e no espaço.

No neoclassicismo, o dinheiro também é incorporado à teoria. Embora a demanda por dinheiro seja endógena ao sistema, a exogeneidade da oferta de moeda é a principal explicação para o ciclo de negócios. Só se trabalha com incerteza que seja consistente com equilíbrio; as expectativas são obrigadas a seguir um padrão determinístico ou estocástico, mas tal que assegure retorno ao equilíbrio de longo prazo. E a TQM é precisamente essa condição de equilíbrio de longo prazo. Daí a grande importância atribuída à oferta de moeda pela autoridade monetária nas práticas sugeridas: controle quantitativo do crédito, operações de mercado aberto, depósitos compulsórios e empréstimos de liquidez.

As críticas de Keynes feitas ao padrão-ouro em suas obras nas décadas de vinte e trinta (capítulo VIII) trazem uma forte dose de realismo ao debate. No plano teórico, os argumentos de Ricardo até poderiam estar corretos quando da controvérsia "bullionista". Mas, o ponto não era esse. Num certo sentido, era irrelevante analisar a oferta de moeda no longo prazo (a taxa de crescimento da oferta de ouro) e sua influência sobre os preços.

A questão monetária dizia respeito, fundamentalmente, à política dos bancos centrais que mantinham grandes reservas do metal em seus cofres. A variação nessas reservas seria muito mais decisiva para explicar as alterações nos preços a curto e médio prazos. Ao invés de postular abertura dos mercados e plena conversibilidade do ouro em espécie - condições básicas para o fun-

cionamento do padrão-ouro, que garantiriam estabilidade dos preços e do câmbio, - Keynes preferiu iniciar sua análise a partir de situações concretas. Nenhum país, por exemplo, conformou-se ao padrão-ouro em épocas de forte tensão. A própria estabilidade a ele atribuída era enganosa e refletia mais a situação específica da Inglaterra (credora no mercado internacional), particularmente na primeira metade do século XIX.

A questão a ser enfrentada, dado que nenhum país poderia correr o risco de ficar sem reservas (e era apenas aí que o ouro teria importância), era a do "trade-off" entre estabilização dos preços internos e estabilização do câmbio. O ajuste "clássico", que passava pela alteração dos preços internos, com taxa fixa de câmbio poderia levar meses (não seria automático, como em Ricardo), afetando as reservas de forma perigosa. No caso dos países periféricos, esse risco seria ainda maior, dada a grande abertura de suas economias ao exterior e sua forte dependência de produtos cujo preço era formado a partir da demanda dos países centrais. A preferência no ajuste recaiu, portanto, em alterar a taxa de câmbio, deixando os preços mais sujeitos a influências internas (política monetária e de crédito).

4. POLÍTICA MONETÁRIA: EXPECTATIVAS, INSTABILIDADE, ENDOGENEIDADE.

Os teóricos quantitativistas pioneiros - partidários da exogeneidade da moeda e do uso frequente de suas equações para explicar o comportamento dos preços - jamais abriram mão das hipóteses de estabilidade de V e Y . Hipóteses fundamentais na medida em que lhes permitia subordinar as variações de P a M . Isso está bem na linha de tradição "clássica", que sempre atribuiu aos preços o principal papel no ajuste do balanço de pagamentos em países sob o regime do padrão-ouro.

A exceção foram os igualmente quantitativistas velhos chicaguanos, que pareciam muito mais preocupados em desenvolver uma política monetária adequada aos anos de depressão do que, propriamente, em reescrever as equações ou discutí-las enquanto truísmos ou condições de equilíbrio. Partindo de uma demanda por dinheiro instável, desenvolveram análises monetárias de ciclos de negócios e avançaram até o ponto em que começaram a perder a confiança nas políticas monetárias tradicionais (redesconto e "open market"). Consideraram-nas sujeitas a influências compensatórias na confiança de os bancos emprestarem e de os agentes econômicos tomarem emprestado e viam com maus olhos o caráter instável de um sistema bancário de reservas fracionárias, além de exigirem muito tempo para produzir efeitos. Daí sua opção pelo uso de déficits orçamentários para atingir as necessárias variações na oferta monetária (Tavlas, 1981, p.1139/40). Muitos de seus teóricos, inclusive, propugnaram por política monetária de corte estável no sentido de ampliadora da oferta de moeda a taxas próximas às do crescimento do produto, no que prepararam o terreno para o advento de Friedman.

As propostas da "velha" Chicago para o fim da Depressão parecem-nos basicamente corretas. Também a percepção da instabilidade do capitalismo lhes dá um caráter moderno, atual. Problemas aparecem, contudo, em sua aceitação teórica da TQM, confundindo política fiscal com monetária e atribuindo a esta um poder que ela não tem: o de estabilizar o nível da atividade econômica.

Friedman, ao retomar as estabilidades de Y e V - agora travestidas de "trajetória estável e não sujeita a flutuações erráticas", o que tem a ver com expectativas adaptativas e racionais - não faz mais que retroceder à fase pré-Pigou: tenta substituir o ajuste no produto e emprego de Keynes pelo velho ajuste de preços.

Já em 1952 ele concluía que V é empiricamente testável, que se comporta de uma forma estável e consistente e que mudanças no

estoque de moeda são fundamentalmente responsáveis por mudanças na renda nominal e preços, apartando-se da "velha" Chicago, ao estabilizar a demanda por dinheiro. Nesses seus primeiros escritos, ele subordinava a política monetária à fiscal, inclusive aceitando um plano de 100% de reservas e de eliminação das operações de "open market", de forma que a política monetária refletisse, apenas, a variação do gasto governamental.

Na atualidade, sua visão de política monetária se alterou no rumo de que ela não pode determinar nem a taxa de juros, nem a taxa de desemprego, a não ser por períodos bastante limitados. Para Kaldor (1970), os quatro elementos essenciais de sua doutrina são: o dinheiro apenas importa para questões monetárias; o dinheiro não pode mudar coisas reais, exceto temporariamente; a oferta monetária determina sozinha o gasto nominal, a renda e os preços, mas com retardamentos temporais não estáveis; e, finalmente, o banco central não pode fazer política de estabilização contracíclica, variando a oferta de moeda. Pode, no entanto, controlar a quantidade de moeda, o que deve ser feito de maneira estável, significando uma taxa de crescimento constante. Tal como na "velha" Chicago, mais importante do que "acertar" na taxa de crescimento da oferta de moeda seria a adoção de uma taxa declarada e conhecida que favorecesse uma reversão de expectativas inflacionárias.

Essa atuação seria tanto mais correta quanto mais válida fosse a hipótese "forte" de expectativas racionais, onde os agentes econômicos conheceriam perfeitamente os impactos das políticas monetária e fiscal e os antecipariam. Dada a incapacidade de os governos atuarem positivamente sobre o nível da atividade econômica, não lhes restaria senão o papel de agentes passivos da história, procurando causar o mínimo de ruído no funcionamento do sistema econômico.

Num certo sentido, não é má a crítica ao "stop-and-go" neoclássico. O principal problema está no seu tratamento das expec-

tativas. Ao conceituá-las logicamente, os monetaristas não fazem mais do que subordinar o curto ao longo prazo como reflexo de suas visões idealizadas do capitalismo - capitalismo estável - causada pelo mecanismo do mercado e pela disciplina da moeda. De qualquer forma, o desenvolvimento das expectativas racionais, embora parecendo tratar com incerteza e previsões, não fez mais do que reincorporar o modelo de certeza perfeita, deixando campo apenas à permanência de erros aleatórios, não previsíveis.

Keynes trouxe uma substancial mudança com relação às suposições da doutrina "clássica", sofrendo as equações quantitativas uma cerrada crítica. Seu refinado conceito de expectativas permite desenvolver uma teoria monetária que tira a demanda de moeda do plano institucional (estrutural) para o de curto prazo. Não mais se admite que os encaixes desejados pelo público e pelo sistema bancário sejam função de hábitos solidamente arraigados, variando muito lentamente no tempo. Trata-se, agora, de analisar as reações desses indivíduos e empresas à luz de informações antecipadas no curto prazo. Rompe-se, com isso, o dogma da estabilidade de V , particularmente com os estudos desenvolvidos quanto à demanda especulativa de moeda. A velocidade-renda da moeda acaba reduzida a um conceito residual, como sugere a interpretação mecânica da velocidade do relatório Radcliffe. Sua ótica é a de um capitalismo instável, onde o horizonte de expectativas é de curto prazo, com grandes reflexos na esfera da decisão de investimentos.

Seguindo essa trilha, a vertente pós-keynesiana vem ganhando terreno por contestar a "mainstream" precisamente em seus fundamentos (capítulo VIII). Os mercados financeiros, por exemplo, são vistos como instáveis em economia fechada e, mais ainda, em economia aberta. As suposições monetaristas de exogeneidade da moeda como causa primária da instabilidade, de abertura econômica como fonte de amortecimento dos ciclos, de estabilidade da demanda por dinheiro e de expectativas adaptativas ou racionais contrapõe-se uma análise centrada em movimentos internacionais de capitais de-

tonados por especulação em ambiente de incerteza.

Não se aceita que movimentos de arbitragem com moedas tragam uma tendência equilibradora; antes pelo contrário, os mercados financeiros magnificam as mudanças nas expectativas de retornos nos investimentos e encorajam expansão nas altas e contração nas baixas. Tornam, também, as políticas monetárias estreitamente correlacionadas e subordinadas à política de taxas de juros do "Federal Reserve". Isso fala contra qualquer tentativa de um país - particularmente se periférico - praticar políticas monetárias autônomas.

A endogeneidade da oferta de moeda responde à instabilidade de sua demanda e se mantém para o caso de economia aberta, dependendo do retorno esperado sobre os investimentos na órbita mundial. "Abertura econômica pode aumentar o poder desestabilizador dos mercados financeiros; depende do tipo de economia sob consideração (...). Com taxas fixas de câmbio, a resposta da oferta a mudanças nos retornos esperados aumenta; com taxas flutuantes de câmbio, é a demanda que se torna mais elástica. Desde que ambos aumentam a tendência no sentido de afrouxamento financeiro numa expansão e aperto numa contração pode-se fazer a afirmação geral de que abertura econômica aumenta o campo para a instabilidade" (Dow, pg.254).

É claro, porém, que essa instabilidade se manifesta de forma diferenciada, conforme a situação de cada país. Economias relativamente pouco abertas ao exterior e com retornos superiores à média mundial são mais imunes a choques externos e podem gozar de expansões mais sustentadas como resultado de fontes externas de financiamento. Países dependentes de exportações, cujo centro dinâmico é exógeno, são muito mais sujeitos a entradas e fugas de capitais, com sérios reflexos no nível de suas reservas, de sua renda e do seu emprego. "O ajustamento adicional de renda exigido pela deterioração do balanço de pagamentos, a menos que compensado por influxos de fundos pelo setor público internacional, serve

para exacerbar o movimento de baixa" (Dow, pg.255).

5. A TAXA DE JUROS.

Keynes descarta o esquema quantitativista exatamente devido ao potencial de instabilidade do capitalismo. A TQM só seria válida para uma sociedade sem especulação, sem incerteza. A estabilidade da velocidade só poderia ser associada às demandas transaccional e precaucional, jamais à especulativa. E é das demandas especulativa e financeira que se derivam os maiores avanços no entendimento da taxa de juros, associando-a às decisões de investir e à opção a ser feita entre a posse de títulos ou de dinheiro.

Não há em Keynes uma taxa natural de juros wickselliana, que faz um elo entre o setor real e o monetário. Muito menos se admite que o descolamento das taxas nominal e natural se dê como consequência da atuação da autoridade monetária, como quer Friedman. O juro para Keynes é um fenómeno puramente monetário, mais ligado a decisões quanto ao vasto estoque de velhos títulos que ao fluxo de novos títulos. Há, por certo, uma taxa normal (que também é uma taxa de mercado), mas esta importa apenas para as posturas altistas e baixistas dos especuladores, nada tendo a ver com uma taxa natural derivada das diferenças entre a procura de recursos para investimento e a oferta de poupança.

A conclusão geral, a nível da política monetária, é que, para os keynesianos, o importante é tentar controlar a taxa de juros face às alterações endógenas da moeda. Daí poder-se dizer que a política monetária é subordinada, passiva, por sua incapacidade de influenciar primariamente a demanda total.

6. MODELOS DE AJUSTE EXTERNO.

A questão do ajuste do balanço de pagamentos na era pós-Keynes vai, paulatinamente, mudando de enfoque, à medida que o monetarismo passa a ser a vertente dominante. É patente o retorno às velhas teses ricardianas (capítulo IV).

De forma sucinta, pode-se dizer que o ajuste do balanço de pagamentos em países sob o padrão-ouro obedecia à seguinte lógica (capítulos I e VIII) : se todos eles tivessem meios circulantes baseados na mesma moeda-mercadoria - o ouro - este se distribuiria em função das necessidades do comércio internacional e os sistemas de preço seriam solidários. Se as importações superassem as exportações, o país exportaria ouro e, com isso, cairia seu meio circulante. Os preços acompanhariam esta queda, estimulando as exportações e desestimulando as importações (e vice-versa). É claro, portanto, que o ajuste se dava através de alterações no nível dos preços, ao menos na visão dos clássicos.

Esta teoria permaneceu praticamente intocada até os anos trinta deste século, muito embora o ajuste só se referisse à balança comercial e, por isso, fosse eventualmente modificado para considerar, por exemplo, a influência das taxas de juros sobre os movimentos de capital.

Com o advento de Keynes e sua Teoria Geral, há uma substancial mudança acerca da validade das suposições da doutrina clássica, trazendo reflexos importantes para a questão dos desequilíbrios nas contas externas. "A essência da nova teoria é que um evento externo que aumenta as exportações de um país, também aumenta as importações mesmo sem mudanças de preços, desde que a mudança nas exportações afeta o nível do produto e assim a demanda por todos os bens. Em outras palavras, movimentos de produto e emprego exercem o mesmo papel na nova doutrina que os movimentos de preços exerciam na velha" (Metzler, 1966, pag. 213).

Resumidamente, o esquema se alteraria para: se as importações superassem as exportações, surgiria um déficit no balanço de pagamentos. Este déficit poderia, em parte, ser coberto por movimentos de ouro ou divisas, mas certamente desataria um processo de reajuste automático. A renda e o emprego cairiam no país importador, decrescendo, em consequência, a demanda por bens domésticos, o que funcionaria como incentivo às exportações. Inversamente, o país superavitário veria crescerem renda e emprego. Aumentaria a demanda por bens domésticos, expansão esta que se espalharia da indústria de exportação para o resto da economia. As importações seriam estimuladas, o que provocaria uma tendência natural ao equilíbrio.

Ainda aqui o papel do banco central não seria importante a ponto de impedir o ajuste automático. O mecanismo corretivo iniciado pelo desequilíbrio na balança comercial sempre teria efeitos no nível do emprego, mesmo que o banco central procurasse neutralizar fluxos de entrada de ouro (conta de capitais) aumentando a taxa de reservas dos bancos ou diminuindo o dinheiro em circulação, por meio da venda de títulos públicos.

A partir de Keynes, avançando para a atualidade, pode-se distinguir duas vertentes de análise das crises financeiras, particularmente voltadas aos países subdesenvolvidos. A primeira envolve o enfoque da elasticidade. Este é, efetivamente, rudimentar por só observar o comportamento dos preços relativos, o que o reduz a uma abordagem do balanço em transações correntes. Seu caminho tem uma faceta correta, no entanto, na medida em que está centrado nos fluxos reais (no sentido em que real significa a análise das próprias contas do balanço de pagamentos, ao invés de destacar o lado monetário, que está por trás daquelas contas).

Se o desequilíbrio do balanço de pagamentos globalmente sempre implica países deficitários e superavitários, é lógico que, como o enfoque da elasticidade enfatiza o comportamento dos preços relativos, se derive uma proposição de política econômica que

atribua o ônus do ajuste não só aos deficitários como também aos superavitários. Déficits e superávits seriam explicados, fundamentalmente, pela deterioração nas relações de troca de países mais fracos com os mais fortes.

A outra vertente envolve os enfoques de absorção e monetário. Estes, inversamente, centram-se nos fluxos monetários e financeiros que representam a contrapartida dos fluxos reais das contas correntes e de capitais e que geram a conta de reservas. Baseiam-se na teoria quantitativa da moeda - onde o excesso de liquidez é causa de inflação e desequilíbrio externo - e enfatizam a oferta/demanda de reservas internacionais. Exaltam o papel do gasto vis-à-vis a renda, atribuindo aos países deficitários o "pecado" de viverem além de seus próprios meios. O ajuste, então tem que ser feito pelos devedores e não pelos credores, os quais teriam consumido e investido menos do que pouparam. No artigo de Eduardo Wiesner, por exemplo, fica claro que, para o FMI, é o crédito doméstico (fator monetário) que leva ao desequilíbrio do balanço de pagamentos, enquanto deterioração das relações de troca e choques externos (fatores reais) seriam explicações menores.

Não se vai fazer aqui a defesa do enfoque da elasticidade, mas sim manifestar que o importante é explicar o desequilíbrio do balanço de pagamentos como resultado (e não causa) da deterioração das relações de troca e do movimento dos capitais autônomos que se processa nos ciclos de negócios e à luz das relações específicas centro-periferia. Quando do ascenso cíclico, há melhoras na balança comercial e entrada de capital. Na fase descendente, porém, deterioram-se as relações de troca e o capital internacional é repatriado ou diminui seu ritmo (como parte do processo de ajuste cêntrico), o que provoca um desajuste estrutural no balanço de pagamentos e traz endividamento externo à periferia. Isto nada tem a ver com gastos superiores às posses como causa de desequilíbrio. Gastos superiores às posses são, ao contrário, uma consequência do desequilíbrio gerado no lado real e, portanto, parte do ajuste imposto pelo centro à periferia.

O desenvolvimento teórico a que os países subdesenvolvidos devem se voltar é aquela que passa pelo processo de acumulação de capital, particularmente no que diz respeito ao comportamento cíclico. Retomem-se, portanto, as teses cepalinas (ou suas "perguntas"). O ajuste, no caso, não será mais uma questão de responsabilidade apenas do devedor, senão também do credor, que é o grande usufrutuário da ordem capitalista internacional.

Para finalizar, creio que a ênfase nas questões monetárias, da forma como elas são colocadas pelos adeptos do quantitativismo, sempre acaba por atender aos interesses das nações centrais. Keynes designou o padrão-ouro de "arma do conservadorismo". Também poderíamos dar a mesma designação aos métodos atuais de ajuste do balanço de pagamentos. O enfoque monetário, por exemplo, ao descartar a análise das contas do balanço de pagamentos propriamente dito, não admite a possibilidade de que um déficit nas contas externas tenha outra causa que não um excesso de demanda interna sobre os recursos disponíveis.

Aceitar, num contexto de moeda exógena, a visão de que abertura econômica pura e simples implicará maior estabilidade, é concordar com a idéia de que o ônus dos desajustes externos se faça às custas dos países menos desenvolvidos. A alternativa que se apresenta é a da vertente pós-keynesiana, que enfatiza o caráter instabilizador dos mercados financeiros mundiais, a partir de uma abordagem de moeda endógena. Por ela, entende-se a retração do crédito durante uma recessão e pode-se pugnar por uma minimização do ajuste e por uma maximização do financiamento, até que a crise mundial seja superada. Este parece ser o caminho analítico aberto às nações menos desenvolvidas.

BIBLIOGRAFIA.

- Alexander, Sidney S. - "Effects of a Devaluation : a Simplified Synthesis of Elasticities and Absorption Approaches", in "The American Economic Review", Vol.XLII, No. 1, mar./59 pag. 22/42;
- Aschheim, J. & Tavlas, George S. - "On Monetarism and Ideology", in "Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review", nº 129, Jun/79, p. 167/86, Roma, Itália;
- Bacha, Edmar - "Prólogo para a Terceira Carta", in Revista de Economia Política, Vol.3, No.4, out/dez/83, pag.5/19;
- - Introdução à Macroeconomia - Uma Perspectiva Brasileira, ed.Campus, RJ;
- - Macroeconomia - Um texto Intermediário, IPEA;
- Badaloni, Nicola - "Marx e a Busca da Liberdade Comunista", in História do Marxismo, Eric J. Hobsbawn (org), vol.1, ed. Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1980;
- Belluzo, L.G.M. - Valor e Capitalismo - Um ensaio sobre Economia Política, Livraria Brasiliense ed., São Paulo, 1980;
- Belluzo, L.G.M. & Cardoso de Mello, J.M. - FMI x Brasil - A Armadilha da Recessão, introdução, Gazeta Mercantil S/A ed., S.Paulo, nov./83, pag. 9/28;

- Boianovsky, M. - Banco Ideal e Reforma Monetária em Wicksell, ANPEC/86, Brasília DF;
- Brunhoff, S. - A Moeda em Marx, ed. Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1980;
- Burstein, M.L. - "The Quantity Theory of Money: A Critique", in "Monetary Theory"; R.W.Clower, ed. Penguin, 1963;
- Carvalho, Fernando J.C. - "Stabilizing an Unstable Economy" de Minsky, resenha bibliográfica 2, PPE/IPEA, vol. 17, abr/87, No.1, RJ;
- Cate, Tom - "Keynes on Monetary Theory and Policy: Comment"; in "Southern Economic Journal", vol.47, No.4, abr/81;
- Chick, Victoria - "Macroeconomics After Keynes - A Reconsideration of the General Theory", The MIT Press, Cambridge, Mass., 1983;
- Davidson, Paul, 1977- "Teoria Monetária e Inflação Pós-Keynes", S.Weintraub, ed., cap.14, pag.275/93;
- 1978,- "Money and Real Word", A Halsted Press Book, N.York, 2a.ed.;
- Davis, J.Ronnie - "Chicago Economics, Deficit Budgets, and the Early 1930s", in "The American Economic Review", vol.LVIII, No.3, jun/68, Stanford, Califórnia;
- Deane, Phillis - A Evolução das Idéias Econômicas, Manuais de Economia Cambridge, Zahar ed., Rio de Janeiro, 1980, cap.4;

- Dillard, Dudley - A Teoria Econômica de John Maynard Keynes, Livraria Editora Pioneira, S.Paulo, 1964 (1a. ed. , 1948);
- Dornbusch, Rudiger - "Open Economy Macroeconomics", Basic Books, New York, 1980, pag.12/32;
- Dornbusch, R. & Fischer, S. - Macroeconomia, ed. McGraw-Hill do Brasil, S.Paulo, 1982, pg. 547/93;
- Douglas, Paul H., 1932 - "Money, Credit and the Depression", The Word Tomorrow 15, mar/32, pg.78/80;
- , 1933 - "The World problem of Unemployment", Proceedings of the Institute of Public Affairs 33, ago/33, p.150/161;
- Dow, Sheila C., 1985 - "Macroeconomic Thought- A Methodological Approach", Brasil Blackwell, Oxford, Londres;
- , 1987 - "Post keynesian Monetary Theory for an Open Economy", in "Journal of Post Keynesian Economics", vol.X, No.2, Winter 1986/87;
- Fischer , Irving, 1926 - "The Purchasing Power of Money", Augustus M. Kelley, Bookseller, New York, 1963, cap.I/X;
- Frenkel, J.A. & Johnson, H.G. - " The Monetary Approach to the Balance of Payments: Essential Concepts and Historical Origins", in "The Monetary Approach to the Balance of Payments", University of Toronto Press, 1976,pg.21/45;
- Friedman, M., 1952 - "Price, Income, and Monetary Changes in three Wartime Periods", in "American Economic

- Friedman, M., 1966 - "The Quantity Theory of Money - A Restatement", in "Monetary Theory and Policy", Richard S. Thorn, ed., Random House, New York, cap.2;
- , 1970 - "A Theoretical Framework for Monetary Analysis:", in "Milton Friedman's Monetary Framework - A Debate with his Critics", Robert J. Gordon, ed., The University of Chicago Press, 1977, pp. 1/29;
- , 1976 - "Inflação e Desemprego : A novidade da Dimensão Política, in Literatura Economica, vol.7, No.3, out/85, Rio de Janeiro;
- , 1978 - "O Papel da Política Monetária, in Análise Macroeconômica - Leituras Seleccionadas, Edward Shapiro(org), Atlas, S.Paulo;
- Furtado, Celso - " Formação Econômica do Brasil", cap.XXVII (Tendência ao Desequilíbrio Externo), ed.Fundo de Cultura, 1963, pg.192/8;
- Galbraith, J.K., 1975 - " Moeda: de onde veio, para onde foi", Livraria Pioneira Editora, S.Paulo, 1983;
- Garegnani, P. - "Notes on Consumption, Investments and Effective Demand : I", in "Cambridge Journal of Economics", vol.2, No.4, dez/78;
- Gideonse , Harry D. - "Money and finance", in "The American Journal of Sociology", maio/1934, p.749/758;

- Giddy, I. - "Why Eurodollars Grow", in "The Columbia Journal of World Business", vol.XIV, No.3, fall 1987, pg.54/60;
- Gudin, E. - Princípios da Economia Monetária, Livraria Agir ed., RJ, 1968;
- Hicks, J. - "Mr.Keynes and the 'Classics'; a Suggested Interpretation", in "Econometrica", vol. V,1937, p.147/59;
- Holtrop, M.W. - "Theories of the Velocity of Circulation of Money in Earlier Economic Literature", in "The Economic Journal(Suplement)", ed by J.M. Keynes and D.H. Macgregor, Londres, jan/29;
- Humphrey, Thomas M. - "Algebraic Quantity Equations before Fisher and Pigou", in "Economic Review", set/out/84; vol.70/5, pp.13/22;
- Hunt, E.K. - História do Pensamento Econômico - Uma Perspectiva Crítica, Ed.Campus Ltda, Rio de Janeiro, 4a. edição de 1986 (original de 1978);
- Johnson, Harry - "Towards a General Theory of the Balance of Payments" in "The Monetary Approach to the Balance of Payments", ed. por Frenkel e Johnson, University of Toronto Press, 1976;
- Kaldor, N.,1970 - "The New Monetarism", in "Lloyds Bank Review";
- ,1982 - "The Scourge of Monetarism", Oxford University Press, Londres;

- Keynes, J.M., 1924 - "A Tract on Monetary Reform", Harcourt, Brace and Co, New York;
- , 1930 - "A Treatise on Money", Macmillan St. Martin Press Ltda., Londres, vol.I, 1971;
- , 1931a - "The Collected Writings of J.M.K.", "Indian Currency and Finance", Macmillan St. Martins Press, Londres, 1971;
- , 1931b - "The Collected Writings of J.M.K.", vol.IX ("Essays in Persuasion"), "The End of the Gold Standard", Macmillan St. Martins Press, Londres, 1972.
- , 1933 - "Towards the General Theory", Collected Writings Papers of John Maynard Keynes, vol.29;
- , 1936 - Teoria Geral do Juro, do Emprego e do Dinheiro, ed. Abril S/A - Cultural, S.Paulo, 1983;
- , 1937a - A Teoria Geral do Emprego, in Keynes, ed. Ática, S.Paulo, 1978;
- , 1937b - "After The General Theory Alternative Theories of the Rate of Interest" (carta a Mr.Ohlin), p.201/27;
- Knight, Frank H. - "On the History and Method of Economics", the University of Chicago Press, 1956, p.201/226 (republicando o artigo "The Business Cicle, interest, and money, de 1941);

- Kregel, J. A. - "The Reconstruction of Political Economy", A Halsted Press Book, N.York, 1973;
- Laidler, David E.W.- "The Demand for Money - Theories and Evidence", International Textbook, Scranton, Pensilvania, jul/70;
- Machlup, Fritz - "Relative Prices and Aggregate Spending in the Analysis of Devaluation", in "The American Economic Review", vol.XLV, No. 3, jun/55, pg. 255/78;
- Maia, João da Silva - Uma Nota introdutória ao artigo "Inflação e Desemprego: a Novidade da Dimensão Política", de Milton Friedman, in Literatura Econômica, vol.7, No.3, out/85, Rio de Janeiro;
- Marshall, A. - "The Total Currency Needed by a Country", in "Money, Credit and Commerce", Macmillan, 1924;
- Marx, Karl, 1857 - "Elementos Fundamentales para la Critica de la Economia Política" (Grundrisse), vol I, cap II, siglo veintiuno ed, 10a. edição, México;
- ,1859 - Contribuição à Crítica da Economia Política, Livraria Martins Fontes Editora Ltda., S.Paulo, 1977;
- ,1867 - "El Capital - Crítica de la Economia Política", "Fondo de Cultura Economica", Mexico, 1978;
- Mello, João Manuel Cardoso de - "O Capitalismo Tardio", ed. Brasiliense, S.Paulo, 1a. edição, 1982;

- Metzler, Lloyd A. - "The Theory of International Trade", in "A Survey of Contemporary Economics", vol.I, cap.6, Howard S. Ellis, ed. Richard D.Irwin, Inc;Homewood, março/1966;
- Minsky, H.P., 1975 - " John Maynard Keynes", Columbia University Press, N.York;
- ,1984 - "Financial Innovations and Financial Instability : Observations and Theory", in "Financial Innovations - Their Impact on Monetary Policy and Financial Markets", Boston, The Federal Reserve Bank of Saint Louis, Kluwer - Mighoff Publishing;
- ,1986 - "Stabilizing an Unstable Economy", Yale University Press;
- Mints, Lloyd W. - "Monetary Policy for a Competitive Society", New York McGraw-Hill, 1950, p.1/14;
- Mollo, M.L.R. - Instabilidade do Capitalismo, Incerteza e Papel das Autoridades Monetárias : Uma Leitura de Minsky, ANPEC, 1986;
- Moura da Silva, A. - Inflação: Reflexões à Margem da Experiência Brasileira", in Revista de Economia Política, vol. 1, nº 3, jul/set/1981, pp. 57/81;
- Napoleoni, C.,1979 - O Pensamento Econômico do Século XX, Paz e Terra, RJ;
- , 1981 - " Smith, Ricardo e Marx", Editora Graal,Rio de Janeiro;

- Noya, N.; Montagner P. & Simoens da Silva, L.A. - O Euromercado, 2º semestre de 1982, Unicamp, xerox;
- Oliveira Lima, L.A. - Teoria de Uma Economia Monetária : A Análise de Keynes, tese de doutoramento apresentada à UNICAMP/ Instituto de Economia, 1986;
- Pasinetti, L. - Crescimento e Distribuição da Renda, Zahar, RJ, 1979;
- Patinkin, D. - " The Chicago Tradition, the Quantity Theory and Friedman", in "Studies in Monetary Economics", Harper & Row, Publisher, New York, 1972;
- Pigou, A.C. , 1917 - "The value of Money", in "Quarterly Journal of Economics", Cambridge, Mass. USA, vol. XXIV, No.1;
- , 1929 - "Industrial Fluctuations", McMillan, Londres, 2a. ed. , cap. XV;
- Polak, J.J. - " Monetary Analysis of Income Formation and Payments Problems", in "The Monetary Approach to the Balance of Payments", ed. pelo FMI, Washington, 1977, pg.15/64;
- Possas, Mário - Dinâmica da Economia Capitalista - Uma abordagem teórica, ed. Brasiliense, S.Paulo, 1987;
- Ramalho, Valdir - " O Enfoque da Absorção e a Transição para o Enfoque Monetário do Balanço de Pagamentos", in Estudos Econômicos, vol. 17, No.1, pg.31/44, jan/abr/87;

- Ricardo, David, 1809- " The Price of gold, Three Contributions to the Morning Chronicle, 1809", in "Works of David Ricardo", ed. por P.Sraffa, Cambridge University Press, vol.III, 1966;
- , 1810/11 - "The High Price of Bullion, A proof of the Depreciation of Bank Notes, 1810/1811", idem;
- , 1810- "Three Letters to the Morning Chronicle on the Bullion Report , 1810", idem;
- , 1811- " Reply to Mr. Bosanquet's Practical Observations on the Report of the Bullion Committee, 1811", idem;
- , 1816- " Proposals for an Economical and Secure Currency, 1816", idem, vol.IV;
- , 1817- Princípios de Economia Política e Tributação, série "Os Economistas", ed. Abril, S.Paulo, 1982, cap.1,7 e 27;
- Robinson, Joan, 1970 - "Quantities Theories Old and New", in "Journal of Money, Credit and Banking", Ohio State University Press, nov/70, p.504/512;
- , 1979 - " Concorrência Imperfeita Reexaminada" in Contribuições à Economia Moderna, Zahar ed. Rio de Janeiro, pg.198/214;
- Rosdolsky, R. - "Genesis y Estructura de El Capital de Marx", parte II, siglo veintiuno ed., 2a. edição, México;

- Schmitt, Bernard - "Teoria Unitária da Moeda", ed. Melhoramentos e ed. da USP, S.Paulo, 1978, pg. 79/80;
- Schumpeter, J.A., 1949 - Capitalismo, Socialismo e Democracia, Zahar ed., Rio de Janeiro, 1984;
- , 1954 - "História del Analisis Economico", ediciones Ariel, Barcelona, 1971 (tradução do original de 1954) parte IV, cap. 8 ("Moneda, Credito Y Ciclos");
- , 1970 - Teorias Económicas de Marx a Keynes, Zahar ed., Rio de Janeiro;
- Shackle, G.L.S. - "The Years of High Theory", Cambridge University Press, Londres, 1967;
- Swaelen, Edward J.A. - Desemprego, Salários e Preços, VI Prêmio BNDES de economia, RJ, 1982;
- Schwartz, G. - "O Sr. Hicks e os Klássicos," ago/86, xerox;
- Simonsen, M.H. - Macroeconomia, APEC, RJ, 1979;
- Tavares, M.C. & Belluzzo, L.G.M. - "Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea", in revista Senhor No.206, de 27.2.85;
- Tavares, M.C. - "A Retomada da Hegemonia Norte-Americana", in Revista de Economia Política, vol.5 - No.5, abr/junh/1985, pg.7/15;
- Tavlas, George S., 1976 - "Some Further Observation on the Monetary Economics of Chicagoans and Non-Chi-

- cagoans", in Southern Economic Journal, vol.42, No.4, p.685/692, abr/76;
- Tavlas, George S., 1977 - "Chicago Schools Olds and New on the Efficacy of Monetary Policy", in "Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review", No.120, mar/77, p.51/73, Roma, Itália;
- , 1981 - "Keynesian and Monetarist Theories of the Monetary Transmission Process", in "Journal of Monetary Economics" n.º7, 1981, p. 317/337, North Holland Publishing Company;
- Tobin, James - "Inflação e Desemprego", in "The American Economic Review", Stanford, vol. 62, No. 1, mar/72, pg. 9;
- Villarreal, René - A Contra-revolução Monetarista, ed. Record, Rio de Janeiro, 1984;
- Viner, Jacob - "Inflation as a possible remedy for the depression", Proceedings of the Institute of Public Affairs, 1933, p.120/35;
- Wallich, Henry C. - "Monetary Policy and Practice", Lexington Books, Massachusetts, 1982;
- Walras, Léon, 1874 - Compêndio dos Elementos de Economia Política Pura, série Os Economistas, Abril S/A, S.Paulo, 1983, Seção VI, Lições XXV/XXIX;
- , 1898 - "Note sur la Théorie de la Quantité", in "études d'économie politique appliquée", F. Rouge, Libraire-Editeur, Lausanne;

Wiesner, E.

- "As causas da Crise da Dívida da América Latina" , in "Finanças e Desenvolvimento" e republicado na Gazeta Mercantil de 14 a 16/maio/85,pg. 4.