Universidade Estadual de Campinas

Instituto de Economia

POR UMA TEORIA ALTERNATIVA DA MOEDA

Fernando Nogueira da Costa

Tese Defendida em Concurso para Livre Docência

Campinas, 1994

CENTRO DE DOCUMENTACAO
INSTITUTO DE ECONOMIA
UNICAMP

Ao Herbert, Codinome Daniel,

o Último Exilado,

o Primeiro a me falar de Aids

e Por Uma Vida Alternativa.

In Memoriam.

Para os Alternativos,

Contracorrentes,

Hereges,

Heterodoxos,

Iconoclastas Radicais,

Marginalizados,

Malditos em Geral.

SUMÁRIO

página

AGRADECIMENTOS viii

APRESENTAÇÃO x

CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO

1.1. FORMULAÇÃO DO PROBLEMA E DA HIPÓTESE 1

1.2. DEBATE DOS MÉTODOS 4

1.3. TRABALHOS REFERENTES AO TEMA 12

1.4. ESTRUTURA DA EXPOSIÇÃO 15

CAPÍTULO 2 - ESCOLA BANCÁRIA

2.1. INTRODUÇÃO 16

2.2. CONTROVÉRSIAS DOUTRINÁRIAS DO SÉCULO XIX 17

2.2.1. **Controvérsia *Metalista*** 18

2.2.2. **Escola Bancária versus Escola Monetária** 20

2.3. PERFIL DOS AUTORES 25

2.4. FUNDAMENTOS DE UMA TEORIA ALTERNATIVA DA MOEDA 29

2.4.1. **Postulado da Instabilidade da Velocidade** 30

2.4.1.1. Definição de Dinheiro 30

2.4.1.2. Velocidade de Circulação: Motivos de Detenção e Determinantes da Demanda por Dinheiro 32

2.4.2. **Postulado da Sancionalidade** 34

2.4.2.1. Crítica à Teoria Quantitativa da Moeda em Thornton 35

2.4.2.2. Valor do Dinheiro em Mill 36

2.4.3. **Postulado da Endogeneidade** 39

2.4.3.1. Determinação da Oferta Monetária pela Demanda 40

2.4.3.2. Controle Monetário 42

2.4.3.3. Teoria dos Juros 43

2.4.3.4. Teoria do Crédito 44

2.4.4. **Postulado da Não-neutralidade** 47

2.4.4.1. Mecanismos de Transmissão dos Efeitos da Moeda 47

2.4.4.2. Ciclo Monetário em Mill 48

2.5. SUMÁRIO 51

CAPÍTULO 3 - ESCOLA SUECA

3.1. INTRODUÇÃO 55

3.2. KNUT WICKSELL (1851-1926) 56

3.2.1. **Perfil Teórico da Obra** 56

3.2.2. **Processo Cumulativo** 60

3.2.3. **Integração da Teoria da Moeda com a Teoria dos Preços** 64

3.2.4. **Reformulação da Teoria Quantitativa da Moeda** 67

3.3. ESCOLA DE ESTOCOLMO (1927-1937) 71

3.3.1. **Perfil da Escola** 71

3.3.2. **Métodos da Escola de Estocolmo** 72

3.3.3. **Conceituação Extraída da Primeira Condição de Equilíbrio Monetário: Abordagem de Desequilíbrio e a Taxa Normal** 75

3.3.4. **Conceituação Extraída da Segunda Condição de Equilíbrio Monetário: Abordagem *Ex ante / Ex post* do Investimento e da Poupança** 77

3.3.5. **Conceito Extraído da Terceira Condição de Equilíbrio Monetário: o Nível dos Preços** 80

3.3.6. **Método de Desequilíbrio na Teoria dos Movimentos de Preços** 82

3.3.7. **Escola de Estocolmo e Antecipação ao Keynes** 86

CAPÍTULO 4 - ESCOLA PÓS KEYNESIANA

4.1. INTRODUÇÃO 92

4.1.1. **Keynes e a Teoria Quantitativa da Moeda** 92

4.1.2. **Releitura de Keynes pelo Método Pós-wickselliano** 99

4.2. MÉTODO DO PREÇO FIXO EM HICKS 103

4.2.1. **Hicks: Elo entre Pós-wicksellianos e Pós-keynesianos** 103

4.2.2. **Método do Preço Fixo** 105

4.3. TEORIA ALTERNATIVA DA MOEDA NO RELATÓRIO RADCLIFFE E EM KALDOR 111

4.3.1. **Instabilidade da Velocidade e Sancionalidade da Moeda no Relatório Radcliffe** 111

4.3.2. **Endogeneidade da Moeda em Kaldor** 115

4.3.3. **Combate de Kaldor ao Monetarismo** 119

4.4. NÃO-NEUTRALIDADE DA MOEDA NOS PÓS-KEYNESIANOS 126

4.4.1. **Importância da Moeda para os Pós-keynesianos** 126

4.4.2. **Polêmica sobre as Propriedades da Moeda** 128

4.4.3. **Demanda por Moeda e Preferência por Liquidez** 133

4.5. ENDOGENEIDADE DA MOEDA EM DEBATE 139

4.5.1. **Debate entre *Exogenistas* e *Endogenistas*** 139

4.5.2. **Debate entre Pós-keynesianos** 144

4.6. SANCIONALIDADE DA MOEDA NOS PÓS-KEYNESIANOS 150

4.6.1. **Mecanismo de Transmissão de Instrumentos de Política Monetária** 150

4.6.2. **Teoria da Instabilidade Financeira em Minsky** 157

4.6.3. **Circuito Decisão - *Finance* - Efetivação - *Funding*** 162

4.6.4. **Nível de Preços e Moeda Bancária: Causa e Efeito** 168

APÊNDICE 1 - ESCOLA DA REGULAÇÃO E SANCIONALIDADE DA MOEDA 171

APÊNDICE 2 - ABORDAGEM NOVOCLÁSSICA E SOBREVIVÊNCIA DA TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA CLÁSSICA 178

CAPÍTULO 5 - CONCLUSÃO: POSTULADOS DE UMA TEORIA ALTERNATIVA DA MOEDA

5.1. INTRODUÇÃO 185

5.2. POSTULADO DA INSTABILIDADE DA VELOCIDADE 185

5.3. POSTULADO DA SANCIONALIDADE 188

5.4. POSTULADO DA NÃO-NEUTRALIDADE 193

5.5. POSTULADO DA ENDOGENEIDADE 196

5.6. POSTULADO DE UMA TEORIA DA FIXAÇÃO DOS PREÇOS 200

POST-SCRIPTUM: BREVES NOTAS SUGERIDAS

POR UMA TEORIA ALTERNATIVA DA MOEDA 207

BIBLIOGRAFIA 212

AGRADECIMENTOS

ao Conselho Nacional de Pesquisas - CNPq, pela Bolsa de Pesquisa.

ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas - UNICAMP, pela oportunidade de dedicação exclusiva à pesquisa, no primeiro semestre de 1994.

à Banca Julgadora da Tese - Professores Ana Maria Bianchi, Antonia Maria Silveira, Luiz Carlos Bresser Pereira, Mario Luiz Possas e Wilson Suzigan -, pelos comentários e aprovação.

aos colegas que não acharam o projeto de tese "pretensioso", pelo voto de confiança.

a Maurício Coutinho, pelas críticas pertinentes.

a Maria de Lourdes Rollemberg Mollo e Ronaldo Herrlein Junior, pelo estímulo à consulta da Escola da Regulação.

a Manuelito Pereira Magalhães Jr., pelo fluxograma.

a Amélia e Regina, pela impressão.

a Maria Alejandra Caporale Madi, pela orientação.

a meus pais e irmãos, pelo apoio.

ao Ivo e à Dayse, pela convivência.

"Talvez, no século XX, os economistas desempenhem o papel dos padres na Idade Média. Outrora, a Igreja e os padres defendendo o Sacro Império Romano. E os economistas, hoje, defensores da doutrina da moda do capitalismo. E nós, brasileiros, somos sempre unânimes. Outrora, quem discordava era herege. Morria queimado na fogueira. Hoje, é heterodoxo – causa pânico no mercado financeiro. Está 'queimado' para qualquer cargo público" (João Sayad, FSP, 24/10/93).

Mmmmm, standin' at the crossroad

I tried to flag a ride

Didn't nobody seem to know me

everybody pass me by

("Crossroad Blues", Robert Johnson, 1936).

"A encruzilhada sempre foi onde se toma uma decisão: o caminho que será escolhido, o caminho que será abandonado. Ambos estão juntos numa encruzilhada. Ambos se transformam em um caminho só – mas por um pequeno período de tempo apenas. Ninguém pode ficar ali para sempre: uma vez feita a escolha, é preciso seguir adiante" ("Maktub" de janeiro de 1994, Paulo Coelho, o ex-parceiro de Raul Seixas, a Metamorfose Ambulante da Sociedade Alternativa).

APRESENTAÇÃO

Iniciar uma *tese* citando um "bruxo popular brasileiro" talvez seja uma estratégia acadêmica imprudente. Pode colocar dúvidas definitivas sobre o conceito do autor como economista. Mas se justifica dentro do esforço de se afastar da *Síndrome de Barão Geraldo* (distrito onde situa-se a UNICAMP e mora parte de seus professores): não ser imune aos atrativos da vida quieta e sem controvérsias.

A *crise da meia-idade* leva a repensar a vida, a carreira profissional, os verdadeiros valores. Por que explicar o ponto-de-chegada pelo caminho percorrido, e não pelo critério de escolhas nas encruzilhadas? As alternativas dos desvios não seriam melhores atalhos?

O *concurso de livre docência* leva à opção entre apresentar o conjunto da produção científica, realizada após o doutoramento, ou defender tese, baseada em trabalho de pesquisa original. No primeiro caso, esse conjunto de trabalhos deverá ser organizado de modo a demonstrar a capacidade crítica do candidato, bem como a originalidade de suas pesquisas. Por que não juntar os dois requesitos, escrevendo uma tese que tenha, ao mesmo tempo, a continuidade da reflexão dos trabalhos anteriores e a superação do caráter *memorial*?

Ao optar pelo caminho alternativo, escolhi, na *encruzilhada*, o desafio de elaborar um produto científico *novo*, baseado em *velhas* idéias. "*Originalidade*, a rigor, significa, pela própria etimologia da palavra, 'volta às fontes' (origem quer dizer princípio, *arqué*). Não se identifica, portanto, com *novidade* ou *singularidade*, mas 'retorno à origem, à essência, à verdade, ainda que esta verdade tenha sido perdida, obscurecida ou esquecida'" [1].

Exigir *originalidade* como *total novidade* num trabalho de tese, para Salomon, é uma colocação ingênua ou inatingível. A ciência é um processo cumulativo, onde a *revisão* é uma constante. O que deve estar em jogo, na exigência de "originalidade", é a questão da *atualização*, ou seja, da *relevância contemporânea* na escolha do problema que mereça ser investigado cientificamente. É "original" também o trabalho que apresenta modo novo de abordar um assunto já tratado ou que consegue estabelecer relações novas ou, finalmente, que se propõe a uma nova interpretação de questões controversas.

---

1 ASTI VERA, Armando. Metodologia de la Investigación. Buenos Aires, Kapelusz, 1968. p. 108. **apud** SALOMON, Délcio V.. Como Fazer uma Monografia. SP, Martins Fontes, 1993. pp. 179/180.

A Teoria Alternativa da Moeda é a outra face da (teoria da) moeda. Uma contra-Teoria Quantitativa da Moeda pode ser construída a partir da possível inversão lógica de seus postulados, sempre realizada pelos seus críticos, ao longo dos últimos 200 anos. Contra esta teoria monetária dos preços se ergue uma teoria da fixação dos preços. Esta explica o valor da moeda. Este não é explicado pela quantidade da própria moeda. O nível geral dos preços estabelece o poder de compra da moeda, independentemente de sua quantidade em circulação, que sanciona esse determinado nível. A quantidade de moeda em circulação é estabelecida endogenamente pelas forças do mercado, não sendo possível o total controle exógeno. A moeda importa nas decisões de gastos, mas não é crucial nas decisões de fixação de preços.

Em síntese, num parágrafo, este é o esboço dos postulados fundamentais de uma Teoria Alternativa da Moeda. Tomando emprestadas, mais uma vez, as palavras de Galbraith: "a vida econômica, como sempre, é uma matriz em que os *resultados* tornam-se *causas*, e as *causas* tornam-se *resultados*" [2].

De onde vêm essas premissas, para elaboração de uma Teoria Alternativa da Moeda? Basta catar no lixo reciclável da história do pensamento econômico o desperdício de boas idéias, as sobras intocadas do banquete intelectual, que é uma orgia de idéias convenientes. A embriaguez do poder não permitiu aos comensais desfrutá-las.

Os autores anti-*mainstream* não teriam como escrever com o *amoralismo científico*. Este nega a possibilidade de formulação de juízos morais, por não admitir que possam ter fundamento objetivo universal, necessário ao caráter normativo categórico. A integridade moral é um valor humano indispensável à independência de julgamento.

Um cientista afirma que *a ciência é amoral e irresponsável*. Mas. ao mesmo tempo, alerta: "Lutei contra a idéia de que a solução para os problemas do mundo seria reunir alguns sábios e colocar o governo do Universo em suas mãos. Podemos pedir que eles resolvam problemas concretos, mas quando os problemas fazem apelo a valores morais, é o senso moral que prevalece. E o fato de deter saber não é garantia de moralidade. (...) Os sábios não são bons políticos. A política exige qualidades diferentes das necessárias para ser erudito"[3].

Na minha opinião, já expressa em outra oportunidade, o ônus social de uma política monetária recessiva, normalmente, impede a sua sobrevivência política, num regime democrático. Não há como ser *tecnicamente viável*, não sendo *politicamente sustentável* sua manutenção, no prazo suficiente para dar respostas

---

2 GALBRAITH, John K.. Moeda, de Onde Veio, Para Onde Foi. SP, Pioneira, 1983 (original de 1975). p. 202.

3 RUELLE, David. O Futuro ao Caos Pertence. Folha de São Paulo. Domingo, 2 de janeiro de 1994. p. 6-14.

positivas. Salta à vista o limite da aplicação da teoria convencional da política monetária: política não é uma *teoria*, mas sim uma *prática* sujeita a limitações operacionais, morais e de interesses. É paradoxal defender uma contradição em seus próprios termos: uma *política* monetária que seria teoricamente eficaz, mas *politicamente inviável... É imoral e a responsabilidade está fundamentada na Teoria Quantitativa da Moeda.*

Daí que os economistas têm tanta influência na economia como os meteorologistas no clima. "As circunstâncias constituem uma orientação melhor para a ação do que a teoria predominante" [4]. Porém, a Teoria Quantitativa da Moeda (em suas diversas *reapresentações*) continua, ao longo dos dois últimos séculos, dominando as mentes da maioria dos economistas. É também de Galbraith: "economistas são parcimoniosos, entre outras coisas, de idéias; a maioria vale-se das idéias dos tempos em que fizeram o seu curso" [5]. A mudança de idéias, em consequência, deve ser esperada de jovens estudiosos, com a passagem de uma geração para outra.

Tive de ser autodidata em matéria de teoria monetária. Isto me dificultou a percorrer o "caminho perfeito" dos sulcos da maioria. A retidão da carreira foi abandonada para adotar o livre arbítrio na escolha dos atalhos e desvios, para saltar obstáculos (e etapas). Um mês após a defesa da tese de doutoramento, tive que participar de um concurso em disciplina de que nunca tinha sido nem docente e, verdadeiramente, nem discente. Por minha formação básica, optei por ler, em Marx e em Schumpeter, sobre as diversas teorias monetárias desde os primórdios da economia política. Foi sorte ter começado a estudar teoria monetária pela *história da análise monetária.* Daí foi um passo trilhar o "caminho natural" da heterodoxia em matéria de teoria monetária.

Ao fechar o exame de um marco teórico para a análise monetária, Friedman achou útil afirmar que "não se trata de um marco de referência especial para mim ou para os economistas que consideram o funcionamento da economia em termos da teoria quantitativa (...). Porém quase todos os economistas aceitariam este marco de referência (...). Uma das finalidades de expor este marco de referência era a de documentar minha crença de que as diferenças fundamentais entre os economistas são de caráter empírico, não teórico" [6].

Esse pretenso consenso em torno da teoria quantitativa é parte da retórica dominante, que busca deixar as idéias marginais na clandestinidade, submersas no ostracismo. A **principal razão que me leva a escrever** é buscar uma recuperação da retórica de idéias *aparentemente vencidas*, desconhecidas ou esquecidas. Tomando emprestado uma expressão usada por Keynes com relação

---

4 GALBRAITH; op. cit.; p. 199.

5 idem; ibidem; p. 238.

6 FRIEDMAN, Milton et alii. Un Marco Teorico para el Analisis Monetario. in GORDON, R. J. (ed.). El Marco Monetario de Milton Friedman: Un Debate con sus Criticos. Mexico, Premia Editora, 1978 (original de 1974). pp. 70/1.

a outro assunto, são idéias, importantes e realistas, que viveram uma vida dúbia no submundo econômico. É necessário serem *redescobertas* pelas novas gerações de economistas, incorporadas ao ensino básico, pois constituem um marco teórico consistente. Na busca de pluralismo teórico, vale a pena o esforço de outro passo na luta secular por uma Teoria Alternativa da Moeda.

CAPÍTULO 1

INTRODUÇÃO

"Quando se fala de moeda, uma fachada solene é necessária, mesmo que as razões da escolha estejam envoltas na ignorância" (Galbraith, 1975).

1.1. FORMULAÇÃO DO PROBLEMA E DA HIPÓTESE

A história das idéias sobre moeda tende a se concentrar sobre as idéias "bem sucedidas" ou dominantes - o que significa as que aparecem como precursoras da atual ortodoxia monetária. As idéias críticas alternativas são ignoradas ou esquecidas.

Por que a reação contra essas idéias? Porque os autores contra-corrente atacam justamente os sustentáculos da Teoria Quantitativa da Moeda, respaldo da condução ortodoxa da política monetária. Os pontos críticos dessa teoria estão nas suas premissas, que seus defensores acham imediatamente evidentes e as admitem como universalmente verdadeiras sem exigência de demonstração.

O *postulado* é uma proposição não evidente nem demonstrável, que se admite como princípio de um sistema dedutível, de uma operação lógica ou de um sistema de normas práticas. Usa-se também a expressão *axioma* [1], que é uma proposição que se admite como verdadeira porque dela se podem deduzir as proposições de uma teoria ou de um sistema lógico.

A **Teoria Quantitativa da Moeda** consiste de um conjunto de proposições interrelacionadas ou postulados que suportam a conclusão de que quando a quantidade de moeda torna-se abundante, seu valor ou poder de compra cai, e consequentemente o índice geral de preços das mercadorias eleva-se [2]. Os defensores dessa teoria geralmente postulam suas hipóteses, em vez de demonstrá-las claramente.

---

1 COSTA, Fernando N.. Relação Gasto-Liquidez (As Três Tríades). Ensaios de Economia Monetária. SP, Bienal, 1992. p. 22.

2 HUMPHREY, T. H.. The Quantity Theory of Money: Its Historical Evolution and Role in Policy Debates. in CHRYSTAL (ed.). Monetarism I. London, Edward Elgar, 1990. apud COSTA, Fernando Nogueira da. Introdução e Tradução. Texto Didático de Economia Monetária. Campinas, IE-UNICAMP, 1992.

Há muito existe contribuições críticas capazes de conformarem um corpo de doutrina oposta à Teoria Quantitativa da Moeda. Elas têm sido levantadas recorrentemente contra a teoria. Estas críticas nunca são mutuamente exclusivas nem são sempre consistentes. Há alguma sobreposição e algum conflito. Cabe resgatá-las e dar-lhes organicidade, num corpo abrangente e coerente. Há, na teoria monetária, confusão entre correlação e causalidade, causa e efeito, identidade e funcionalidade, o que permite que a simples inversão de argumento constitua, muitas vezes, verdadeiro "ovo-de-Colombo", ou então se caia em dilema "ovo-e-galinha"...

O **Postulado da Proporcionalidade** estabelece que uma dada variação percentual no estoque nominal de moeda resultará em idêntica variação percentual no nível geral dos preços. Sua crítica implica mostrar que a demanda de encaixe real e sua contrapartida, a velocidade de circulação da moeda, não são estáveis. Assim, não se produz o *efeito saldo real*, que justificaria o gasto do "excesso nominal" de moeda. Deve-se refutar ainda a hipótese dos modelos de equilíbrio da economia a pleno nível de ocupação da capacidade produtiva.

A ligação chave nessa explicação quantitativista é a relação entre a taxa de dispêndio, de um lado, e a discrepância entre o saldo real *efetivo* e o *desejado*, de outro. O *mecanismo de transmissão direto* refere-se ao processo pelo qual o impacto da variação monetária é canalizada para o nível de preços via um efeito antecedente sobre a demanda de bens. Portanto, o **Postulado da Causalidade** estabelece que variações monetárias precedem e causam variações no nível de preços. Nesta relação de causa-e-efeito, a moeda é vista como a *variável ativa* e o nível de preços como a *variável passiva ou dependente*. Sua crítica exige a inversão na direção de causação.

O **Postulado da Neutralidade** estabelece que, exceto para períodos transitórios de ajustamento, *variações monetárias* não exercem influência sobre *variáveis econômicas reais*, p.ex., produto agregado, emprego, preços relativos, etc.. Estas variáveis, argumenta-se, são determinadas por condições não-monetárias básicas como as preferências, tecnologia, dotação de recursos, e taxas de substituição técnica entre fatores de produção. Para criticá-lo, é necessário revelar que a moeda não é simplesmente um "véu", obscurendo os fenômenos que realmente importam. A crítica abandona a pretensa imparcialidade: *a moeda não é neutra e importa* nas decisões.

Como colorário da proposição quantitativista que o estoque nominal de moeda é o fator causal independente governante do nível geral dos preços, o **Postulado da Exogeneidade** refere-se à condição requerida desse fator não ser determinado pela demanda. Se a quantidade de moeda não for uma *variável independente*, mas em vez disso responder passivamente a mudanças antecedentes na demanda por ela, então os teóricos quantitativistas não podem alegar que ela joga o papel ativo iniciante na determinação do nível de preços.

Em sua crítica, portanto, mostra-se a *interdependência* entre a oferta e a demanda por moeda.

Deve ser observado que a *neutralidade da moeda* refere-se aos *preços relativos* e não ao *nível geral de preços*. O **Postulado da Teoria Monetária do Nível dos Preços** estabelece que este tende ser influenciado predominantemente por variações na quantidade da moeda. A implicação é que esta instabilidade do nível de preços deriva principalmente de distúrbios *monetários* em vez de *causas não-monetárias* originárias no setor real da economia. Contrapõe-se à essa visão mostrando que os preços são formados a partir de custos, inércia ou expectativas. Além disso, os oligopólios levam à oscilação da dispersão dos preços relativos, afetando o índice geral de preços.

A **hipótese** é que **é possível elaborar postulados de uma Teoria Alternativa da Moeda, lógica e consistente, a partir das críticas às premissas da Teoria Quantitativa da Moeda, realizadas ao longo de um determinado percurso conceitual da história do pensamento econômico**. Este percurso sai da *Escola Bancária* (Thornton, Tooke, Mill, etc.), passando pela *Escola Sueca* (Wicksell, Myrdal, Lindahl, etc.) e atingindo a *Escola Pós Keynesiana* (Hicks, Kaldor, Davidson, Minsky, Moore, etc.) [3].

O **objetivo** desta *tese* é expor idéias dessas *Escolas de Pensamento* (através da investigação das obras em teoria monetária de seus principais autores) que contribuiram para a elaboração dos postulados de uma **Teoria Alternativa da Moeda** - postulados da instabilidade da velocidade, da sancionalidade, da não-neutralidade, da endogeneidade da moeda, de uma teoria de fixação dos preços. Busca-se o confronto com os postulados da *teoria hegemônica da moeda* (**Teoria Quantitativa da Moeda**), para possibilitar um melhor entendimento sobre o papel da moeda e do crédito na economia contemporânea.

O desenvolvimento do seu raciocínio examina colocações contrárias à sua, mostrando a falácia dos argumentos dessas afirmações e anunciando a *tese final* como consequência da falta de sustentação dos pontos de vista opostos. A explicação científica se dá como operação lógica, em função da coerência e da consistência do próprio raciocínio.

A proposta é tomar de cada doutrina heterodoxa o que ela tem de útil para a construção de fundamentos de uma Teoria Alternativa da Moeda - e superá-la. Os pós-keynesianos nunca devem se esquecer da obviedade que Keynes não disse nem a primeira, nem a última palavra em matéria de teoria monetária. É possível ultrapassar o dogmatismo, sem cair no ecletismo. O conhecer - ou o produzir o

---

[3] Emprega-se aqui as denominações *Escola Bancária* e *Escola Pós Keynesiana* em **latu sensu**, por incluir autores tais como Thornton, e Hicks e Kaldor, respectivamente, no sentido de suas tradições.

conhecimento - é um processo que só se efetiva pela *superação* das contradições das idéias, das teorias, das doutrinas.

"A verdadeira *superação* é obtida não através de uma amortização das diferenças (entre as doutrinas e as idéias), mas, ao contrário, *aguçando* essas diferenças. Quando uma tese tem razão *em certo sentido*, e notadamente em sua crítica da outra tese, isso não anula o fato de que cada tese, até mesmo no que tem de positivo, permanece *unilateral*. Se nos contentássemos em misturar as teses em presença, tomando um pouco de uma e um pouco de outra, permaneceríamos no plano da unilateralidade; não aprofundaríamos o problema; não reaprenderíamos, para levá-lo a um grau superior, o *movimento profundo* que se dividiu nas duas posições contraditórias. Ora, se há superação possível, essa só pode nascer a partir desse movimento mais profundo. (...) a *síntese* é obtida pela mistura dos ingredientes, ou por uma construção ideal, a partir deles, de sua unidade. A *superação* exige, ao contrário, o confronto mais intenso, mais agudo, mais real das teorias ou dos seres" [4].

1.2. DEBATE DOS MÉTODOS

Quem não estuda história do pensamento econômico tende a repetir os erros do passado. Mas, pior, desconhece os acertos. Schumpeter alerta para este ponto. "Sabemos, naturalmente, que a História incessantemente se repete. Entretanto, é surpreendente e talvez um pouco triste observar que os economistas, deixando-se levar pelos humores preponderantes no momento, também se repetem, e que, alegremente, ignorantes de seus predecessores, acreditam, em cada caso, que estão fazendo descobertas jamais ouvidas e construindo um novo ramo da ciência monetária. Entretanto, há alguma coisa a ser recolhida de uma *história da análise*". Daí deduz que "o progresso da Economia foi e é prejudicado por estas periódicas perdas de conhecimento previamente acumulados" [5].

O **objetivo** desta *tese* é *redescobrir* idéias esquecidas ou desconhecidas. Contempla autores precursores de um percurso teórico que não culmina numa fronteira de conhecimento não ultrapassável, mas que revela atalhos já trilhados. A meta é a *redescoberta*. As boas idéias "fora de época" desaparecem e reaparecem na "hora certa". "Toda descoberta acaba por ter sua hora".

---

[4] LEFEBVRE, H.. Lógica Formal - Lógica Dialética. RJ, Civilização Brasileira, 1975. pp. 229/31. apud SALOMON; op. cit.; p. 241.

[5] SCHUMPETER, Joseph A.. História da Análise Econômica. RJ/SP, Editora Fundo de Cultura, 1964 (original de 1954). Vol. 2, Parte III, Cap. 7, p. 402.

Quem é o descobridor? Quem é a pessoa que disse isto primeiro? Aquele que primeiro deu importância a tal evento? Ou aquele que divulgou a idéia ao mundo? Flanders acredita que foi Paul Samuelson quem comentou uma vez que "ninguém nunca diz alguma coisa pela primeira vez" [6].

Se houve progresso em ciência econômica, ele não foi linear. Não foi por acaso, mas porque acompanhou a história. Os contextos econômicos e institucionais evoluem com a história. "Desde que frequentemente a história, em amplos termos, se repete, idéias, abordagens e métodos similares tendem a reaparecer" [7]. As similaridades e analogias mostram que muitas das mesmas questões que são colocadas hoje, foram também perguntadas anteriormente; e muitas das respostas são tão surpreendentes quanto o foram no passado.

Esta *tese* não tem a ambição de pertencer ao domínio da história do pensamento econômico. Seu interesse restringe-se à recuperação de algumas idéias desperdiçadas, que formam um todo coerente lógico. Faz uma utilização heurística da história do pensamento econômico - uma pesquisa das fontes para elaborar um conjunto de regras e métodos pedagógicos que conduzem à descoberta, à invenção e à resolução de problemas -, no campo da teoria monetária. Vai se referir à *história da análise econômica*, na tradição da obra de Schumpeter e daqueles que colocam os conceitos e as teorias da Economia *em perspectiva histórica*. Porém, seu objeto essencial não é *histórico*, **strictu sensu**, mas verdadeiramente *teórico*. Argumenta, à maneira de Beaugrand [8], que os modos de raciocinar dos economistas desconhecidos, a que se propõe estudar, podem ser pertinentes *hoje*, para a compreensão de certos problemas econômicos de *hoje*.

Esta abordagem remete-se a um debate epistemológico: existe um progresso da ciência econômica, procedendo-se em estágios sucessivos, cada novo estágio absorvendo e superando o antigo? Os adeptos da **hard science** [9] acreditam que sim: apesar de alguns erros e más orientações, a ciência econômica progrediu em direção à atual fronteira de conhecimento. Esta acumularia o resultado de todas hipóteses formuladas que passaram por testes empíricos. As hipóteses não verificadas por serem incoerentes com a realidade teriam sido rejeitadas sistematicamente. Os manuais incorporariam as descobertas importantes e descartariam os erros passados. As idéias geralmente

---

6 FLANDERS, M. June. International Monetary Economics: 1870-1960 (Between the Classical and the New Classical). Cambridge University Press, 1989. p. 5.

7 FLANDERS; op. cit.; p. 4.

8 BEAUGRAND, Philippe. Henry Thornton: Un Précurseur de J. M. Keynes. Paris, Presses Universitaires de France, 1981. p. 4.

9 Sobre os dois modelos estilizados de aprendizado da Teoria Econômica e da História do Pensamento Econômico - **hard science** e **soft science** - ver: ARIDA, Pérsio. A História do Pensamento Econômico como Teoria e Retórica. in Rego, J. M. (org.). Revisão da Crise: Metodologia e Retórica na História do Pensamento Econômico. SP, Bienal, 1991.

conhecidas - por serem verdadeiras - formariam as boas teorias, que teriam repulsado as reputadas de falsas.

Na concepção **soft science**, pelo contrário, para o aprendizado da teoria econômica deve-se basicamente dominar os clássicos do passado, partindo da idéia de um conhecimento disperso historicamente, em que se encontram as matrizes fundamentais da teoria econômica contemporânea. No modelo **hard**, a história do pensamento econômico é mera história das idéias do passado, desvencilhada da teoria econômica. No modelo **soft**, a história do pensamento confunde-se com a teoria, o estudo da última sendo indissociável da familiarização com a primeira.

O estudo aprofundado no campo da Economia Monetária desmascara a visão idílica da **hard science**. A presunção de que a controvérsia em teoria monetária comporta-se de acordo como os cânones da "superação positiva" não é validada pela história do pensamento. A clivagem entre passado e presente não se mantém, porque não há garantia de que a verdade do passado foi assimilada inteiramente ao estado atual da ciência, pois a controvérsia entre a Teoria Quantitativa da Moeda e uma Teoria Alternativa da Moeda não foi superada.

A *análise monetária* se contrapõe à *análise real*, pois não se deve conduzir a análise econômica abstratamente, como a moeda não existisse. Elaborar uma Teoria Alternativa da Moeda é aceitar a incerteza, o imponderável, e mesmo o social (com seus conflitos político-ideológicos), pois a teoria econômica não pode evitar ter em conta os comportamentos dos agentes face à moeda e seus substitutos.

Beaugrand destaca o impasse para a ciência econômica: "reconhecer que um fenômeno em si é imprevisível, é ser não-científico; e, com efeito, afirmar hoje que tal ou tal comportamento econômico não é modelável (por sua própria natureza, não obstante toda consideração probabilística), é ser rejeitado pelos economistas *sérios*. É ser sociólogo, filósofo ou panfletário... - mas não economista" [10].

Por exemplo, Milton Friedman afirma que a Teoria Quantitativa da Moeda é defendida pelos economistas sérios... e rejeitada pelos profanos! Na verdade, a Teoria Quantitativa da Moeda é tão antiga quanto a moeda (e criticada desde então). É difícil considerar qualquer *Restatement* como um progresso profundo e efetivo na teoria monetária...

No entanto, a crítica *externa* à Teoria Quantitativa da Moeda - teste de suas hipóteses face à realidade - não é suficiente para desbancá-la. A crítica *imanente* e a apresentação de postulados de uma Teoria Alternativa da Moeda consistente são instrumentos mais poderosos na *arte de persuasão*.

---

[10] BEAUGRAND; op. cit.; p. 5.

A crítica *indiscriminada* de toda teoria monetária necessita ser evitada. Revela desconhecimento do esforço secular de se construir uma Teoria Alternativa da Moeda. A crise de identidade teórica, que assume uma orfandade teórica face ao desafio de interpretação da institucionalidade monetária contemporânea, pode levar ao parricídio intelectual. Daí cair no institucionalismo, no empirismo, ou mesmo no impressionismo, é um passo curto.

Sobre o famoso debate entre os economistas *teóricos* e os economistas *históricos*, o qual passaria à posteridade com a denominação de "A Batalha dos Métodos", Schumpeter faz o seguinte comentário: "existem mentes que se deliciam com todos os aspectos dos processos históricos e dos padrões culturais individuais. Existem outras que dão preferência absoluta a um teorema enxuto. Ambos os tipos são úteis, mas não foram feitos para se apreciarem mutuamente. (...) Tudo isto dá vez a vaidades, interesses e propensões para disputas pessoais, que podem (...) ser mais importantes do que problemas reais - na verdade, a ponto de obliterar os problemas reais" [11].

A importância da contenda entre o método *dedutivo abstrato* e o método *indutivo histórico* é chamar a atenção que uma doutrina econômica importante para um país em um momento particular pode ser inadequada para outro país e/ou outra época (uma abordagem *relativista* e *evolucionista*). A economia política necessitaria combinar-se com outros ramos da ciência social, para estudar todas as motivações do comportamento econômico e não apenas sua lógica estritamente econômica. A *Escola Histórica*, no entanto, é contrária à teorização em geral. Situações novas exigiriam novas teorias. Sua contradição é que, se a sociedade está em constante mudança e se novas situações exigem novas análises, a experiência histórica passada possui apenas importância limitada.

Uma visão compreensiva e menos conflitante da economia, segundo Silveira, obtem-se quando se atenta para a complementariedade de três esferas distintas do conhecimento: a *ciência abstrata*, a *ciência aplicada* e a *arte da ciência* [12]. Na *economia abstrata*, as teorias se reduzem a puras lógicas do fenômeno, não cabendo então conclusões sobre o que deve ser feito na realidade. Julgamentos de valor estão envolvidos em conclusões normativas, em afirmações sobre o que deve ser feito. A *arte da economia* pressupõe uma *ciência aplicada*, um nível intermediário que beneficia-se de outras ciências. As questões de política econômica envolvem sempre tantos elementos não-econômicos, que seu tratamento não deve ser feito na base de considerações puramente econômicas. A *arte da economia* pressupõe também o conhecimento, de preferência pela experiência direta, das especificidades que respondem pela individualidade temporal e espacial do fenômeno.

---

11 SCHUMPETER; op. cit.; pp. 81/3.

12 SILVEIRA, Antonio Maria da. A Indeterminação de Senior. Revista de Economia Política. Vol. 11, n. 4 (44), out-dez / 1991. p. 70.

Uma economia social positiva pressupõe a teoria de economia pura e, com relevantes variações, as teorias de todas as ciências. As conclusões normativas são deriváveis de proposições da economia social, qualificáveis por especificidades do caso em questão. Os economistas quantitativistas frequentemente esquecem isso. Os institucionalistas normalmente subestimam o valor das teorias abstratas, mergulhados no *vício empiricista.* Geralmente acabam por questionar a validade e a utilidade de teorias abstratas e, assim, a complementariedade entre economia abstrata e aplicada.

"A ciência busca a explicação de um fenômeno apenas em termos de fatores que são percebidos como *gerais e necessários* para sua ocorrência. Fatores *específicos e ocasionais* são ignorados, por definição; *tais fatores são abstraídos nas generalizações teóricas*, não importando a influência que exercem quando de uma ocorrência qualquer do fenômeno" [13].

Blaug descreve a metodologia de trabalho dos institucionalistas, denominando-a de *ato de contar histórias.* "O ato de contar histórias lança mão do método que os historiadores chamam de *coligação*, o ajuntamento de fatos, generalizações de pouca abrangência, teorias de alto nível e julgamentos de valor em uma narrativa coerente, tudo isso unido por uma cola de conjunto implícito de crenças e atitudes que o autor tem em comum com os leitores. Em mãos hábeis, pode ser extremamente persuasivo, e ainda assim nunca é fácil explicar posteriormente porque houve a persuasão. (...) Entretanto, devido ao fato de o ato de contar histórias não ser rigoroso, faltar-lhe uma estrutura lógica definida, é muito mais fácil verificar e virtualmente impossível de falsificar. É ou pode ser persuasivo precisamente porque nunca corre o risco de ser errado" [14].

Esta tese vai contra a opinião que as instituições monetárias mudaram tanto que hoje temos uma orfandade teórica. Talvez os problemas econômicos contemporâneos sejam tão intratáveis, que os institucionalistas achem que o melhor que podemos fazer é *contar uma história.* Segundo eles, uma teoria geral consistente para todas as economias de mercado seria impossível construir. Tentam justificar a necessidade de uma teoria monetária histórica e institucionalmente específica. No entanto, **uma análise que contempla a complexidade institucional dos mercados financeiros não deve implicar na eliminação do conhecimento teórico mais abstrato.**

No quadro teórico em que se fundamenta este trabalho, encontra-se a conceituação da *mudança institucional.* Tanto a *Banking School*, no início do século passado, quanto a *Escola Pós-keynesiana*, ao final deste século corrente, se referem ao problema da moeda e seus substitutos, enfatizando a estrutura total de crédito. A ênfase no conceito de *inovações financeiras*, por parte dos pós-

---

[13] SILVEIRA, Antonio Maria da. Wagner e Schmoller sob a Luz da Indeterminação de Senior. Estudos Econômicos. SP, Vol. 23, n. 2, mai-ago / 1993. pp. 321/1. (itálicos meus, F. N. C.).

[14] BLAUG, Mark. Metodologia da Economia. SP, Edusp, 1993 (original de 1980, 2a. ed. rev.). p. 163.

keynesianos, é ilustrativa dessa postura teórica que contempla o *dinamismo institucional.*

Hicks, um dos formuladores de uma Teoria Alternativa da Moeda, salienta que a teoria monetária está profundamente condicionada pela experiência de cada autor, porém também pela evolução das instituições monetário-creditícias[15]. **Esta *tese* defende que a evolução da teoria monetária é função de mudanças de ênfases dos autores nas interpretações das evidências empíricas, mas sem que isto tenha significado uma alteração significativa na estrutura analítica básica (no plano da ciência abstrata), nos últimos 200 anos.**

Na relação entre a *teoria* e as *instituições*, há necessariamente a abstração das especificidades históricas e espaciais destas últimas, na formulação da primeira. A teoria não pode ser perfeitamente descritiva de fenômenos do mundo real, pois sua generalidade só pode ser atingida por meio de abstrações. Posteriormente, na *arte de aplicar ciência*, as instituições são reincorporadas analiticamente de maneira racional.

Para os homens *práticos*, "o que se conhece" é "o que se faz". Uma maneira alternativa de se fazer é "teoria". A Teoria Alternativa da Moeda se pretende como uma teoria monetária voltada para a ação inovadora. Ir contra o senso comum individual, irracional socialmente, é um estímulo para a investigação. "O processo de produção do conhecimento científico não se inicia por premissas universais aceitas como indiscutíveis e verdadeiras. Mas pela *dúvida*, pelo *problema*" [16].

A *tese* tenta, modestamente, uma sistematização das idéias daqueles que lutaram contra as premissas da teoria hegemônica da moeda. Cabe defender uma *tese* contra as opiniões contrárias e as objeções dos seguidores de sua *antítese*, a Teoria Quantitativa da Moeda. O problema gerador da ciência surge justamente da contrastação entre um corpo de conhecimento existente disponível e a realidade que este corpo de conhecimento não consegue explicar.

Esta tese, no entanto, não tem a pretensão de retornar a (e/ou retomar) as velhas controvérsias contra detalhes das diversas correntes da Teoria Quantitativa da Moeda [17]. Trabalha no plano mais geral de uma crítica propositiva aos seus postulados básicos, que permanecem ao longo do tempo, apesar do surgimento progressivo de várias correntes quantitativistas[18].

---

15 HICKS, John. Ensayos Críticos sobre Teoria Monetaria. Barcelona, Ariel, 1975 (original de 1967). pp. 185-188.

16 SALOMON; op. cit; p. 214.

17 Para conhecê-las: FRIEDMAN, Milton. Quantity Theory of Money. in EATWELL, MILGATE & NEWMAN (ed). The New Palgrave. London, Macmillan, 1989. pp. 1-40. Para criticá-las: COSTA, Fernando Nogueira da. Relação Gasto-Liquidez (As Três Tríades). Ensaios de Economia Monetária. SP, Bienal-Educ, 1992. Cap. 1.

18 Sobre a sobrevivência da Teoria Quantitativa da Moeda nas abordagens contemporâneas, ver Apêndice 2 do Capítulo 4.

O Programa de Pesquisa Científica (PPC) de uma Teoria Alternativa da Moeda faz uma crítica imanente ao PPC de uma Teoria Quantitativa da Moeda: não só às suas proposições, mas também aos seus fundamentos (axiomas ou postulados). Pela profusão de hipóteses *ad hoc* adotadas, este último constitue um PPC *degenerativo*, termo técnico da metodologia de Lakatos que caracteriza a teoria sem confirmação de previsões, cujo *núcleo rígido* se mantém somente com emendas.

Por exemplo, o **Postulado da Proporcionalidade** de uma Teoria Quantitativa da Moeda primitiva - da época de Hume e durante o século passado - era que a velocidade de circulação da moeda era *constante*. Com Fisher, em 1911, avançou para uma velocidade de circulação *com mudança secular* em função das mudanças de hábitos e instituições. Como manter essa premissa, ao longo de todo este tempo, se em período de instabilidade o aumento de preços provoca queda da demanda por moeda mantida ociosa?

O **Postulado da Causalidade** defende que a expansão da oferta de moeda estritamente definida (M1) é antecedente ao aumento de preços. Face à constatação que a inflação provoca *desmonetização* e a estabilização resulta em *remonetização*, os quantitativistas buscaram uma redefinição da oferta de moeda a ser controlada: M2, M3, M4... A previsão de uma Teoria Alternativa da Moeda se mantém: o crescimento da oferta destas moedas (algumas inclusive "indexadas") é efeito do aumento dos preços.

O **Postulado da Neutralidade** *da moeda* é contrariado pela *ilusão monetária* - falha em distinguir entre as magnitudes monetárias ou nominais e as reais, ou entre variação no nível geral dos preços e variação de preços relativos, ou ainda entre o potencialmente observável e a percepção defasada, enfim, "informação não perfeita". Reconhecidamente pelos monetaristas, e envergonhadamente pelos novosclássicos (em função de "ruídos" inesperados no canal de comunicação...), a *moeda é não-neutra a curto prazo.* Esta hipótese *ad hoc* foi adotada para explicar o sucesso - a curto prazo - de política monetária expansionista de cunho keynesiano.

Quanto ao **Postulado da Exogeneidade**, a oferta de moeda é *endógena*, para os quantitativistas, pela *falta de fibra moral* das autoridades monetárias. Na verdade, monetaristas modernos dizem que a oferta de moeda *exógena* não é o *que é* (positivo), mas *o que deveria ser* (normativo). Propõem, inclusive, uma regra monetária constitucional, incorrendo no *vício ricardiano* de, sem mediação, ir direto da abstração para a norma.

Quanto ao **Postulado da Teoria Monetária dos Preços**, apresenta-se o *problema da defasagem*: o efeito retardado do crescimento monetário sobre a inflação. Para Friedman, inclusive em seu último livro - *Money Mischief* [19] -, a

[19] FRIEDMAN, Milton. Episódios da História Monetária. RJ, Record, 1994 (original de 1992).

defasagem não é nem uniforme. "O efeito sobre os preços, como sobre a renda e a produção, é distribuído ao longo do tempo, mas chega cerca de 12 a 18 meses mais tarde, de modo que a demora total entre uma alteração no crescimento monetário e uma alteração na taxa da inflação atinge, em média, algo em torno de 2 anos. (...) A curto prazo, que pode ter a duração de 3 a 10 anos, as alterações monetárias afetam primordialmente a produção. Ao longo de décadas, por outro lado, a taxa de crescimento monetário afeta primordialmente os preços" (pp. 54/5).

Qual é a base temporal para o teste da previsão? Só pode ser fruto do arbítrio. O que se pode dizer sobre a capacidade de previsão de uma teoria que, quando é testada, aponta uma relação entre duas variáveis (oferta de moeda e nível geral de preços) "longa e variável"? No mínimo, que não auto-aplica o "falsificacionismo". A ciência oficial só é popperiana retoricamente, pois a teoria falseada não é descartada.

Chega-se à conclusão que a Teoria Quantitativa da Moeda "culpa a realidade" - como ela não se comportasse bem - por não dar conta dela. Por exemplo, a *exogeneidade da moeda é o que deveria ser*. A Teoria Alternativa da Moeda adequa suas hipóteses à dinâmica da realidade. Por exemplo, a *endogeneidade da moeda é o que é*.

A proposição de um PPC - **programa de pesquisa científica** - composto de teorias interconectadas que derivam de um *hard core* comum talvez seja o maior avanço de *Por uma Teoria Alternativa da Moeda* em relação ao debate delineado. Este *núcleo central ou "rígido"* é composto das crenças comuns - postulados relevantes na medida que são fecundos - que unem os seguidores de uma Teoria Alternativa da Moeda. Este *hard core* é rodeado pelo "cinto protetor" de teorias capazes de fazer previsões testáveis.

Constitui um PPC *progressivo*, na medida em que suas formulações sucessivas explicam todos os fatos que *falsearam* previsões de um PPC rival, o da Teoria Quantitativa da Moeda. Além disso, fazem *a previsão de fatos novos*. Por exemplo, isto é gritante no caso da política monetária convencional, fundamentada nessa última teoria. O Postulado da Endogeneidade de uma Teoria Alternativa da Moeda adverte que ela fracassará e explica as razões da previsão.

Esta tese não pretende, também, a *universalidade*. Não examina todas doutrinas de autores relevantes, mas simplesmente determinadas idéias em autores escolhidos. Contra o sectarismo doutrinário, assume uma postura iconoclasta radical. A favor da tradição anti-Teoria Quantitativa da Moeda, não se reduz à contribuição de Keynes. Talvez seja mais justo classificá-la não como *pós-keynesiana*, mas como *pós-wickselliana* ou, mais precisamente, *pós-thorntoniana*... Mas seguidora do Thornton I, o anti-bulhionista de 1802!

1.3. TRABALHOS REFERENTES AO TEMA

A grande fonte de inspiração para o método deste trabalho de pesquisa teórica foi o ensaio, já citado, de Humphrey, traduzido para adoção como *Texto Didático* na disciplina *Economia Monetária*. O artigo de Humphrey, originalmente publicado em 1974, na *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, é um *survey* da história do pensamento na tradição da Teoria Quantitativa da Moeda. É digno de entrar na antologia editada por K. Alec Chrystal sob o título *Monetarismo*. Monetarismo é inextrincavelmente ligado à herança da Teoria Quantitativa da Moeda.

Humphrey é um economista com simpatia pela Teoria Quantitativa da Moeda, que escreveu um texto em que revela não mera curiosidade pelo passado desta teoria, mas inclusive sua atualidade, com sua sobrevivência na abordagem monetarista moderna. Neste sentido, segue Hicks [20], que constata uma linha de continuidade do debate sobre a concepção da moeda, entre quantitativistas e anti-quantitativistas, inclusive ultrapassando as "revoluções teóricas".

Humphrey examina as contribuições para a teoria monetária elaboradas pelos seguidores da Teoria Quantitativa da Moeda e seus contendores. Prefere seguir uma exposição por **escolas** do que por exame detalhado da obra de cada **autor** principal. Mas o caráter didático de seu texto está na sua ordenação dos assuntos tratados. Dedica-se à análise de cada um dos argumentos que considera determinantes para a evolução histórica da Teoria Quantitativa da Moeda. Torna-se fácil a distinção entre as escolas de pensamento no exame das respectivas contribuições para cada **tema**. É mais simples seguir a exposição dos principais pontos do debate em torno da teoria monetária escola por escola, ou seja, *argumento* e *contra-argumento.*

Seu **método de pesquisa**, portanto, foi a inspiração. O que de novo se pretende refere-se ao **objeto de pesquisa**: a teoria antagônica. Busca o mesmo didatismo, adotando *regras de retórica* similares, uma das quais é a *simplicidade* no raciocínio. Enquanto a Teoria Quantitativa da Moeda toma o senso comum da *lei da oferta e procura*, para explicar o valor da moeda pela sua *quantidade*, a Teoria Alternativa da Moeda toma a racionalidade da *relação custo / benefício*, para mostrar o *preço* da moeda (juros) como decisivo. Outro exemplo: na Teoria Quantitativa da Moeda, o *livre funcionamento das leis do mercado* caracteriza a endogeneidade, e as *instituições*, a exogeneidade; na Teoria Alternativa da Moeda, as instituições também são endogeneizadas.

---

20 HICKS, John. Teoria Monetária y História - Un Intento de Perspectiva. Ensayos Criticos sobre a Teoria Monetária. Barcelona, Ariel, 1975 (original de 1967). Cap. 9.

Mais uma ilustração: a apelidada *lei de Say invertida*. O que é incorreto para o mercado de bens reflete - invertendo-se como num espelho -, de maneira correta, no mercado de moeda creditícia. A *lei de Say "financeira"* é que, quando a taxa de juros de mercado é inferior à taxa de lucro esperada, a demanda de moeda cria sua própria oferta, até que a primeira taxa se iguala a esta última.

Ao longo do trabalho de pesquisa, poucos ensaios foram encontrados referentes à mesma *tese*. Em termos de tema comum, talvez o mais próximo seja o de Levy-Garboua e Maarek, que propõe o conceito unificador de *paradigma monetário* [21]. Os autores também argumentam que a clivagem fundamental passa menos entre keynesianos e monetaristas que entre quantitativistas - que tanto Keynes como Friedman são, cada qual à sua maneira - e aqueles autores partidários de um sistema de emissão elástica da oferta de moeda.

Para esses autores, a apreciação de uma nova teoria deve colocá-la face à longa linha de sucessão daquelas que a precederam. A *primeira tese* deles é que existe entre as grandes teorias monetárias um parentesco formal que permite facilmente reparar as semelhanças e as diferenças quanto ao conteúdo. O pensamento dos cinco maiores autores do século XX (Wicksell, Keynes, Rueff, Hayek e Friedman) não são interpretados corretamente senão avaliando-os segundo os debates que ocuparam todo o transcurso do século XIX. A *segunda tese* do artigo é que as duas sensibilidades, a de Tooke (líder da *Banking School*) e a de Ricardo (representante mais ilustre da *Currency School*), se reencontram sempre ao longo da história do pensamento monetário.

Mollo também sugere que o gênero de relação entre oferta de moeda e demanda por moeda, apresentado pelo lado mais heterodoxo das controvérsias monetárias do século passado, é tratado também por Keynes. As observações de Keynes que, retomadas por pós-keynesianos como Minsky, vão construir a base do tratamento da endogeneidade da moeda [22].

Por causa das similaridades com a clássica *Banking School*, Heise - em artigo que gerou polêmica no *Journal of Post Keynesian Economics* - chama a abordagem pós-keynesiana de *neo-Banking theory*. A visão pós-keynesiana seria similar à da *Banking School* porque enxergaria os bancos como meros intermediários passivos, não entre poupança e investimento como na teoria dos fundos de empréstimos, mas entre a fixação de juros pelo banco central e o ajuste da quantidade de moeda pelos tomadores de crédito [23].

---

21 LEVY-GARBOUA, V. & MAAREK, G.. Les Paradigmes monétaires: Keynes, Friedman et les autres. Economie Appliquée. Tome XXXV, n. 4, 1982. pp. 599-642.

22 MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. As Controvérsias Monetárias do Século XIX. Ensaios FEE. PA, (15) 1: 80-97, 1994.

23 HEISE, Arno. Commercial banks in macroeconomic theory. Journal of Post Keynesian Economics. Vol. 14, n. 3, spring 1992. p. 288.

Observação semelhante foi feita por Lavoie, num *paper* apresentado em *workshop* internacional sobre economia pós-keynesiana. "Um dos principais temores dos pós-keynesianos é que um retorno à chamada abordagem clássica conduza a reintrodução da lei de Say ou da Teoria Quantitativa da Moeda. Os nomes de Thomas Tooke e John Stuart Mill são um lembrete de que os autores clássicos não necessariamente endossavam as visões de Ricardo sobre a moeda. A teoria monetária pós-clássica pode ser considerada uma continuação da tradição de pesquisa iniciada pela *Banking School*" [24].

Uma tentativa também é feita por O'Brien para colocar o corpo da discussão monetária moderna em perspectiva histórica. O roteiro sugerido é o seguinte: "a verdadeira *natureza da moeda* tem sido uma questão fundamental ao longo do desenvolvimento da teoria monetária, e isto é considerado primeiro. Após vem a discussão das *teorias da demanda por dinheiro*, distinguindo entre aquelas abordagens que enfatizam velocidade e aquelas que enfatizam a demanda por saldos. Considerando *abordagens da oferta da moeda* é fácil achar tanto oferta independente quanto oferta determinada pela demanda, na literatura ao longo dos tempos, e isto conduz a diferentes *abordagens do controle monetário* tanto nos grandes debates do século XIX quanto na literatura do século XX. Algumas das diferenças sobre controle monetário relacionam-se com diferentes *abordagens da taxa de juros*, e uma seção deve discutir a história da teoria dos juros. Entretanto, a maior fonte de divisão a respeito do controle monetário é, inevitavelmente, os *mecanismos de transmissão*, e isto deve ser discutido numa última seção" [25].

Finalmente, desta feita, graças à lembrança de Bresser Pereira [26], deve ser salientada a contribuição pioneira de Rangel à teoria sobre a endogeneidade da moeda. Dedicou um tópico de sua *A Inflação Brasileira* ao tema, para mostrar como e porque era endógena a oferta de moeda no Brasil [27]. Em 1963, afirmava que a alta de preços induzia a emissão. Noutros termos, a emissão não era o ponto de partida da inflação, mas o seu ponto de chegada, isto é, sua culminação.

---

24 LAVOIE, Marc. A moeda em um programa de pesquisa comum para o pós-keynesianismo e o neo-ricardianismo. Revista de Economia Política. Vol. 12, n. 3 (47), jul-set / 1992. p. 117.

25 O'BRIEN; op. cit.; p. 3.

26 BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos. Prefácio. in COSTA; op. cit. (1992); p. 10.

27 RANGEL, Ignacio. A Inflação Brasileira. RJ, Tempo Brasileiro (ex. n. 0214), 1963. p. 9.

1.4. ESTRUTURA DA EXPOSIÇÃO

A metodologia de exposição, sob forma de tópicos, busca ter um caráter essencialmente didático, útil para a formação de estudantes e reciclagem de profissionais. Nesta introdução (**Capítulo 1**), apresentou-se o assunto do trabalho, colocando o tema dentro do quadro de referência teórico, o estado da questão, uma breve referência a outros trabalhos dedicados à mesma problemática e a justificativa para o aparecimento do próprio tratamento.

Na parte de desenvolvimento do trabalho (**Capítulos 2 a 4**), a exposição examina as contribuições para uma Teoria Alternativa da Moeda, elaboradas pelas citadas escolas. Serão apresentados os principais pontos do debate em torno da teoria monetária, em cada escola heterodoxa. Seguirá uma exposição por *escolas*, mas fará um exame mais detalhado, sob forma de resenha, da obra de autor importante dentro de cada assunto. Tratará de *Assuntos & Autores*. Ter-se-á então um quadro esquemático (imaginário) de "dupla entrada", nas linhas estão os *Temas* e nas colunas as *Escolas*. Ao final, no **Capítulo 5**, o leitor poderá reler a "matriz de pensamento" em forma inversa: o que em cada *tema* as *escolas* têm a dizer.

No **Capítulo 2**, investiga-se o que se chamará de *Escola Bancária*, com as contribuições e antecipações dos autores do século XIX: Thornton, Tooke e Mill. No **Capítulo 3**, a *Escola Sueca*: análise da importância do Processo Cumulativo de Wicksell e do método dinâmico de Myrdal e Lindhal, para a construção de uma Teoria Alternativa da Moeda. No **Capítulo 4**, a *Escola Pós Keynesiana*, em que se inclui: Hicks e a discussão de estoques e preços (postulado da fixação dos preços); *The Radcliffe Report* e o postulado da velocidade variável, contrapostos por Kaldor e seu postulado da endogeneidade da moeda; Davidson e o postulado da não-neutralidade da moeda; o debate sobre Moore e a endogeneidade da moeda; ao final, o mecanismo de transmissão dos efeitos monetários (postulado da sancionalidade), inclusive Minsky e o processo de fragilidade financeira. No **Capítulo 5**, há a articulação das conclusões parciais: a contribuição de cada autor e/ou escola a respeito de *os postulados fundamentais de uma Teoria Alternativa da Moeda*.

CAPíTULO 2

ESCOLA BANCÁRIA

"Quando se trata de colocar em perspectiva uma revolução, é inevitável a surpresa pelas linhas de continuidade que passam através dela (se pode reconhecer estas continuidades sem negar a revolução). É útil reconhecer que a economia monetária pré-keynesiana não era monolítica, para compreender que a economia monetária de hoje tampouco o é. Algumas das diferenças que se apresentam hoje são o eco de diferenças que se apresentaram no passado. Em particular, há uma divergência que persiste hoje e que se apresentou na polêmica entre a Currency School e a Banking School, nos anos 1840 (porém que é ainda mais antiga)" [28].

2.1. INTRODUÇÃO

Todos aqueles que se envolveram na história das idéias, "a qual é uma arte, não uma ciência" [29], se defrontaram com o problema de classificar escritores em *grupos*. No caso, os membros do grupo teriam algo em comum com respeito à maneira que atacam os principais temas da teoria monetária. Talvez o mais consagrado seja usar a expressão *escola*, definindo-a como um desenvolvimento interrelacionado de um tema comum entre seus membros. Outros denominam o conjunto de princípios que servem de base a um sistema científico como uma *doutrina*. Seja grupos, escolas ou doutrinas, o problema refere-se à discordância dos intérpretes sobre a existência de um programa comum de pesquisa que enquadre um determinado autor numa e não noutra classificação. Não há tanta homogeneidade nas diversas obras. O *mainstream* resgata certas idéias e esquece as sobrantes. Estas últimas não conformariam um corpo doutrinário "Frankstein", que assombraria a paz da consciência dominante?

Na Economia Monetária, há pelo menos três episódios em que um grupo particularmente capaz de autores contemporâneos que, se não em contato uns com os outros, estavam pelo menos conscientes de serem parte de um grupo que avançava junto contra a teoria hegemônica. Os três - as controvérsias

---

[28] HICKS, John R.. Ensayos Criticos sobre Teoría Monetaria. Barcelona, Ariel, 1975 (original de 1967). p. 10.

[29] FLANDERS, M. June. International Monetary Economics: 1870-1960 (Between the Classical and the New Classical. Cambridge University Press, 1989. p. 5.

doutrinárias do século XIX, a releitura de Wicksell, realizada pela Escola de Estocolmo, entre 1927 e 1937, e as críticas ao *monetarismo*, efetuadas por economistas posteriores a Keynes - constituem o **objeto** desta *tese.*

Hicks *radicaliza* (no sentido etimológico da palavra) o argumento, afirmando que, na história do pensamento sobre moeda, a *Currency School* está representada por lorde Overstone, Ricardo, Mises, Hayek, Pigou e Friedman. A *Banking School* tem, entre seus partidários, Thornton, Tooke, Mill, Hawtrey, Robertson, Keynes e seus seguidores.

Neste capítulo, uma tentativa é feita para colocar os postulados da Teoria Alternativa da Moeda em perspectiva histórica. No campo da Economia Monetária, existe uma enorme e prolixa literatura, cobrindo vários séculos de esforços. Na opinião de O'Brien, "é provavelmente verdade que a teoria monetária foi o primeiro ramo da economia a alcançar níveis sofisticados de análise e que seus conceitos analíticos possuem a mais longa história" [30]. Busca-se os fundamentos, no campo heterodoxo, dessa literatura.

Inicialmente, para situar o contexto histórico-institucional do debate teórico, trata-se brevemente das controvérsias doutrinárias ocorridas na primeira metade do século XIX, na Inglaterra. Após, apresenta-se uma síntese das contribuições analíticas de autores expoentes do *anti-bulhionismo* e da *Banking School*, não muito conhecidos mesmo na opinião especializada. Destacam-se Henry Thornton (1760-1815), visto como um bulhionista (ou metalista) moderado; Thomas Tooke (1774-1858), um defensor radical da Escola Bancária; e John Stuart Mill (1806-1873), que buscou a síntese do debate da primeira metade do século XIX. Finalmente, o último tópico do capítulo aborda os principais temas da Teoria Alternativa da Moeda, sob uma perspectiva histórica, amealhando as diversas contribuições desses autores do século passado. Conclui-se com um *sumário* dos argumentos contra a Teoria Quantitativa da Moeda, usados nas controvérsias monetárias do século XIX.

2.2. CONTROVÉRSIAS DOUTRINÁRIAS DO SÉCULO XIX

O interesse aqui é simplesmente a apresentação dos antecedentes históricos e do contexto institucional dos debates teóricos. Será feito um breve resumo destas controvérsias, remetendo o leitor às fontes adequadas, para aprofundamento na história financeira da Inglaterra, no século passado.

---

[30] O'BRIEN, D. P.. Monetary Economics. in CREEDY, J. & O'BRIEN, D. P. (ed.). Economic Analysis in Historical Perspective. London, Butterworths, 1984. Cap. 2, p. 3.

2.2.1. Controvérsia Metalista

A controvérsia "bulhionista" é a denominação convencional para as séries de debates a respeito da teoria e política monetária que tiveram lugar na Inglaterra, entre os anos 1797 e 1821, quando a convertibilidade em espécie das notas do Banco da Inglaterra foi suspensa. Até 1814, ocorreu uma fase de *inflação*. A partir de então, com falências bancárias e consequente destruição de notas bancárias, aconteceu *deflação*, agravada com o retorno à conversibilidade.

Os defensores da convertibilidade em ouro, que eram críticos do Banco da Inglaterra, ficaram conhecidos como "bulhionistas". Mas Laidler alerta que é perigoso aplicar este rótulo rigidamente. "A controvérsia 'metalista' foi uma série de debates a respeito de uma variedade de questões [sobre a pertinência da Teoria Quantitativa da Moeda], e estes debates envolveram um conjunto variável de participantes, cujos pontos de vista mudaram com a continuidade da controvérsia" [31].

Embora a literatura da controvérsia consista amplamente de panfletos, revisões, cartas a jornais, discursos parlamentares e relatórios, ela contém contribuições básicas, para a teoria monetária. Por volta de 1790, os desenvolvimentos institucionais no sistema monetário britânico tinham corrido à frente do conhecimento sistemático sobre o que agora se chamaria a *Teoria da Moeda*. As dificuldades do período de suspensão da convertibilidade colocavam atenção sobre este fato. A análise desenvolvida durante o curso da *controvérsia metalista* teve de resolver problemas fundamentais, na teoria monetária, assim como enfrentar questões políticas contemporâneas. É porque lidou com a primeira dessas tarefas com sucesso que a controvérsia é de duradoura importância para os economistas teóricos da moeda, e não somente para historiadores do pensamento econômico e da economia. Interessam aqui principalmente esses aspectos teóricos.

"Superficialmente", afirma Schumpeter, "a controvérsia que tanto contribuiu para a análise monetária foi simplesmente uma controvérsia entre escritores que pretendiam provar e denunciar a inflação e atribuir ao Banco [da Inglaterra] a responsabilidade pela mesma, e outros escritores procuravam negar a presença da inflação, ou justificá-la, e atribuir a responsabilidade pelos preços crescentes e pelas taxas de câmbio desfavoráveis a circunstâncias outras que não o procedimento do Banco" [32].

Os *metalistas* afirmavam que o declínio nos termos das trocas comerciais e o acréscimo no preço do ouro eram somente devido a uma emissão excessiva de notas do Banco da Inglaterra, que não ocorreria sob convertibilidade. Os *anti-metalistas* - opositores do famoso *Bullion Report* (do qual Thornton é co-autor),

---

31 LAIDLER, David. The Bullionist Controversy. EATWELL, MILGATE & NEWMAN (ed.). The New Palgrave. London, Macmillan, 1989. p. 60.

32 SCHUMPETER: op. cit.; p. 388.

apresentado ao parlamento britânico, em 1810 - argumentavam que o declínio dos termos das trocas era devido a pressões exercidas pelas extraordinárias remessas ao exterior, durante a Guerras Napoleônicas (1803-1815) [33].

Não haveria nada a fazer, para os "anti-bulhionistas", com relação à política bancária doméstica, no tocante a aquele problema de transferência financeira, enquanto não fosse superada a situação bélica. O esgotamento das reservas auríferas teria ocorrido devido a problemas "reais" - gastos militares no exterior, endividamento governamental, importação de trigo por causa de quebra da safra. O déficit no balanço de pagamentos, devido a "causas não-monetárias", requeria "curas não-monetárias".

A suspensão dos pagamentos em espécie por parte do Banco da Inglaterra, segundo a visão dos "metalistas", colocava nele a fonte de inflação. Sem convertibilidade, elevou-se o valor do ouro face ao do papel-moeda emitido, com elevação dos preços nominais internos em comparação aos externos, aumento das importações, queda das exportações, saída líquida de ouro. Caiu a taxa cambial em relação à paridade anterior do ouro, e aumentou o ágio do ouro em relação à moeda inconvertível. Somente restaurando e preservando o padrão-ouro se evitaria a drenagem de ouro, devido à flutuação da taxa de câmbio e ao consequente déficit no balanço comercial.

Schumpeter chama a atenção para "a propensão do povo de culpar o Banco por quaisquer consequências que não lhe agradasse. Esta propensão, forte em tôdas as épocas e que foi amplamente adotada pela maioria dos escritores, deve ser mantida sempre na lembrança: de Ricardo ao homem de rua mais completamente não-sofisticado, **todo o mundo gostava de fazer do banco central o bode expiatório, hábito que os economistas têm mantido até hoje**. Pelo menos em público, o Banco era incapaz de se defender, pois nenhuma defesa efetiva seria possível sem por o governo no fogo - e os políticos no poder estão em posição de fazer sentir o seu ressentimento. (...) Na verdade, o Banco, obviamente, não tinha a liberdade de negar os 'pedidos' de adiantamentos por parte do governo. Se pode haver qualquer problema a respeito de sua 'responsabilidade pela inflação', deve-se compreender que se quer referir a seus empréstimos (descontos) para o público, que, inevitavelmente, aumentavam como uma consequência da despesa deficitária do governo" [34].

Os "anti-bulhionistas", em outro polo, argumentavam com base na *doutrina do real bills* que o Banco da Inglaterra deveria restringir-se a fazer empréstimos com garantia de títulos comerciais de alta qualidade, sacados para financiar bens no curso da produção e distribuição. Seria assim impossível que suas notas emitidas fossem excessivas e causassem elevações de preços.

---

33 KENNEDY, Paul. Ascensão e Queda das Grandes Potências: Transformação Econômica e Conflito Militar de 1500 a 2000. RJ, Campus, 1989. pp. 82-91.

34 SCHUMPETER; op. cit.; p. 387. (grifo meu, F.N.C.).

Numa posição "bulhionista" moderada, situou-se Henry Thornton, cujo *Paper Credit* (em 1802) sistematicamente expôs as bases intelectuais de uma moderna teoria monetária, utilizadas em parte por ambos extremos. Suas idéias serão recuperadas, como fundamentais para a construção de uma Teoria Alternativa da Moeda.

Numa posição "bulhionista" extremista, a solução proposta por Ricardo foi um retorno ao padrão-ouro. Toda sobreemissão de notas bancárias seria automaticamente cancelada pelo retorno do excesso de papel (desvalorizado em relação ao ouro) ao Banco da Inglaterra. Em 1821, foi aprovada uma lei que exigia o pagamento "universal" em moedas-ouro. Após 25 anos de *papel-moeda não-resgatável*, o padrão-ouro foi utilizado, na Inglaterra, por mais um século, exceto durante as principais guerras e crises financeiras. Quando as necessidades econômico-financeiras de moeda não foram atendidas, surgiram moedas substitutas.

2.2.2. **Escola Bancária versus Escola Monetária**

Por volta de 1800, o sistema bancário inglês tinha alcançado um estágio avançado de desenvolvimento. Schumpeter observa, particularmente, dois aspectos relevantes a respeito da criação de substitutos da moeda. Para muitos escritores sobre bancos, a nota bancária com base na qual financiavam, e que se originava do desconto de uma letra comercial, mesmo quando esta prática tornou-se obsoleta (com o avanço dos depósitos à vista), permaneceu a espinha dorsal da teoria dos bancos comerciais. Outro aspecto é que os comerciantes usavam letras de câmbio, acumulando endossos, para pagamentos. Estas poderiam então ser consideradas parte da oferta total de moeda.

Os banqueiros londrinos agiam como agentes ou correspondentes para os bancos regionais e permaneciam relativamente relacionados uns com os outros - a Câmara de Compensação de cheques londrina já era, no fim do século XVIII, uma instituição bem estabelecida. Assim, era um sistema financeiro orgânico, que estava encontrando o seu órgão central no Banco da Inglaterra, como o emprestador de última instância [*denier-resort*].

Como afirma Schumpeter, "o Banco tinha poucos amigos. Controle é hoje uma palavra popular. Era o contrário de popular na época do capitalismo puro. Dizer-se abertamente que o Banco estava tentando controlar o sistema bancário, sem falar em gerir a situação geral dos negócios, teria provocado risos ou indignação: o que se tinha a dizer era que o Banco estava modestamente cuidando de seus próprios negócios; que ele simplesmente seguia o mercado e que não nutria pretensão alguma a controlar qualquer coisa ou alguém" [35].

---

[35] SCHUMPETER; op. cit.; p. 392.

Porém, na prática, os diretores do Banco, mesmo se fossem guiados exclusivamente pelo interesse de lucro de longo prazo, acabavam por fazer a maioria das coisas que, naquelas condições históricas, constituíam as funções de um banco central. "Há mais profundidade na velha teoria de que um banco central serve tanto melhor a economia quanto mais atende a seus próprios interesses de lucros do que presentemente estamos dispostos a admitir" [36].

Uma regra empírica (*Regra de Palmer*), adotada a partir de 1827, antecipou o princípio da *Lei de Peel* de 1844 - o *Bank Charter Act*, que tentou por em prática a "teoria de que a política bancária deve ser separada do controle do dinheiro". Era a *regra* de manter os valores do Banco (descontos, empréstimos, etc.) aproximadamente constantes, de forma que as variações na quantidade de moeda em circulação somente ocorreriam na medida em que o ouro fluisse para dentro ou para fora do país. A circulação se comportaria como se fosse inteiramente metálica, de acordo com esse *Currency Principle*. O Banco poderia prevenir ou estancar uma saída de ouro pela elevação de sua taxa de juros - a taxa aumentada reduziria os empréstimos; a redução dos empréstimos significaria um menor volume de transações e de emprego, e preços mais baixos; preços mais baixos elevariam as exportações e diminuiriam as importações; e isto inverteria o balanço de pagamentos, e, portanto, as taxas de câmbio. "É agradável observar que esta proposição não recebe o nome de algum professor de Economia. Mas soava acadêmica demais para que os professores a ignorassem. E se tornou a base da teoria 'clássica' de política de banco central como é ensinada nos compêndios do século XIX" [37].

Outra discussão interessante, surgida desde então, é se o banco central devia ser guiado exclusivamente pelo estado das taxas de câmbio, i.e, pelos movimentos do ouro, reais ou esperados. Seus diretores, na época, pareciam guiados por seus diagnósticos e prognósticos das condições econômicas e políticas gerais, interna e externamente. A forte correlação entre a taxa bancária e a taxa cambial revelava que os movimentos do ouro eram vistos como um indicador das necessidades da economia.

No entanto, indo além da argumentação "bulhionista", a *Currency School* argumentou que as longas defasagens entre expansão monetária e consequente variações nos preços e na taxa de câmbio afetavam a resposta política do banco central ao escoamento do ouro. Guiado pelo indicador da taxa de câmbio, as reações do Banco da Inglaterra à drenagem externa frequentemente vinham muito tarde, para proteger a reserva em lastro-ouro. Quebrava assim a confiança pública na capacidade do Banco manter a conversibilidade. Desse modo, quando o Banco finalmente decidia aplicar políticas restritivas, para obstaculizar a perda de ouro, estas ações políticas tendiam a coincidir com (e exarcebar) os pânicos financeiros e as crises de liquidez, que inevitavelmente surgiam nos períodos

---

[36] SCHUMPETER; op. cit.; p. 393.

[37] SCHUMPETER; op. cit.; p. 394.

seguintes aos de excesso de crédito e moeda. Assim, ações discricionárias do banco central acentuavam, mais do que atenuavam, os distúrbios econômicos.

Neste contexto de discussão que historiadores do pensamento econômico afirmam que os debates sobre moeda e bancos, na Inglaterra, entre 1821 e 1844, estavam centrados na questão sobre se a política do Banco Central seria governada por *regras* [*rules*], posição da *Currency School*, ou por *política discricionária* [*discretion*], defendida pela *Banking School*. Esta última significava deixar ao discernimento, à prudência, à cautela, enfim, ao arbítrio do critério individual, a apreciação de cada determinada situação e a escolha da decisão por parte dos diretores do Banco.

Schwartz [38] resume as questões em disputa:

a) seguiria o sistema bancário o princípio da *Escola do Meio Circulante* [*Currency Principle*], em que emissões de notas variariam uma-a-uma com as reservas de ouro do Banco da Inglaterra?

b) eram as doutrinas da *Escola Bancária* - *títulos reais*, *necessidades do comércio* e *lei do refluxo* - válidas?

c) era um monopólio da emissão das notas desejável ou, como a *Escola dos Bancos Livres* [*Free Banking School*] asseverava, desestabilizante?

d) era a sobreemissão um problema e, se não, quem era o responsável?

e) como seria definida a moeda?

f) por que ocorria ciclo de negócios?

g) era necessário um banco central?

As três primeiras questões identificam as doutrinas centrais que os adeptos de cada uma das escolas compartilhavam; sobre as questões restantes, visões individuais, dentro de cada escola, variavam. Deve-se observar que não estava em disputa a viabilidade do sistema de padrão-ouro com conversibilidade entre ouro e notas do Banco da Inglaterra. Tinham acordo quanto ao longo prazo: a determinação do valor da moeda pelo custo de produção do ouro e a necessidade de conversibilidade-ouro das notas bancárias. A discordância era da chamada *Birmigham School* que, além de seu ceticismo quanto à possibilidade de controle das flutuações na moeda, pregava expressamente o abandono da base metálica e dos limites quantitativos da moeda.

O objetivo da *Currency School* foi alcançar um nível de preços que seria o mesmo quer a forma da moeda fosse plenamente metálica quer meio circulante

---

[38] SCHWARTZ, Ana J.. Banking School, Currency School, Free Banking School. in EATWELL, MILGATE & NEWMAN (ed.) The New Palgrave: Money. London, Macmillan, 1989. p. 41.

misto, incluindo tanto moeda-metálica quanto moeda-papel (ou mesmo moeda-bancária). A *Banking School* criticou suas proposições. Especialmente Tooke, Fullarton e John Stuart Mill negaram que a sobreemissão era possível na ausência de demanda, que variações na emissão de notas causariam variações no nível doméstico de preços, ou que tais mudanças causariam uma queda na reserva de ouro.

A *Banking School* adotou três princípios pelos quais refletia sua visão da maneira que os bancos realmente atuavam operacionalmente, diversa da construção artificial do princípio da *Currency School*. Segundo eles, a drenagem das reservas bancárias, a percepção do risco pelo grau de endividamento dos clientes, além da conversibilidade das notas bancárias em ouro e da concorrência interbancária garantiriam limites à emissão de notas, cuja demanda era proporcional ao volume de negócios.

O primeiro princípio da *Banking School* foi a doutrina que os passivos em depósitos e notas nunca seriam excessivos se bancos restringissem seus ativos remunerados aos *títulos reais*. A *doutrina dos títulos reais* teve sua origem nos desenvolvimentos bancários dos séculos XVII e XVIII. Recebeu sua primeira notável exposição no *Riqueza das Nações* de Adam Smith [39], foi então repudiada por Thornton e Ricardo na *Controvérsia Metalista*, e foi finalmente reabilitada como a *lei do refluxo* por Tooke e Fullarton, no *Debate Monetário-Bancário*, em meados do século XIX [40].

O argumento central foi de que o desconto de títulos representativos de atos de compra-e-venda, geradores de renda e emprego, comportava em si sua própria limitação. Além disso, fazia com que o meio circulante expandisse e contraisse elasticamente na medida em que a produção e o comércio expandissem ou se contraissem. Se um banco se limitasse a este tipo de negócios, não poderia, realmente, elevar seus empréstimos por si mesmo, porque as mercadorias precisariam primeiramente ser produzidas e vendidas. Também os empréstimos por descontos não elevariam os preços já estabelecidos.

O desenvolvimento dessa clássica lei de circulação é aplicada inicialmente ao *crédito comercial*, posteriormente à *moeda-creditícia*. Isto é, notas bancárias, trocadas por títulos reais, lastreados em produção física em vias de ser finalizada e/ou vendida, nunca podem estar em excesso no longo prazo, de acordo com essa doutrina.

Quando fossem descontadas, notas bancárias seriam então meramente substitutas de uma proporção de ouro que estaria ociosa, disponível para circulação. A quantidade de notas seria equivalente ao máximo valor de metais

---

39 SMITH, Adam. A Riqueza das Nações: Investigação sobre sua Natureza e suas Causas. SP, Abril Cultural, 1983 (original de 1776). Livro Segundo, cap. II.

40 GREEN, Roy. Real Bills Doctrine. in EATWELL, MILGATE & NEWMAN (ed.). The New Palgrave: Money. London, Macmillan, 1989. pp. 310-313.

monetários que circulariam em sua ausência, num dado nível de atividade econômica.

O contra-argumento, baseado na Teoria Quantitativa da Moeda, que levaria à rejeição da *doutrina de títulos reais*, é que a sobreemissão não é somente possível, mas inevitável, na ausência de qualquer princípio externo de limitação. Nesta visão, necessidades comerciais são insaciáveis e notas excessivas não retornariam ao emissor, mas sofreriam depreciação na exata proporção de seu excesso.

"A grande crítica feita a essa doutrina pelos 'bulhionistas', e particularmente por Thornton no seu trabalho intitulado *Paper Credit*, é que a quantidade de letras de câmbio oferecidas aos bancos para serem descontadas não depende da quantidade física de produto que as lastreia, mas da relação entre a taxa de juros bancária e a taxa de lucro esperada pelos agentes econômicos. Como, na ocasião, a taxa de juros era limitada em 5% pela *lei da usura*, qualquer expectativa de taxa de lucro superior a isso dava origem a um mecanismo de ampliação de tomada de crédito sem limites, com impacto inflacionário. Com isso, Thornton antecipa o diferencial entre a taxa de juros *bancária* e a taxa de juros *natural* de Wicksell, bem como a consequente idéia de efeitos cumulativos de aumentos de preços" [41]

Um segundo princípio da *Escola Bancária* foi a doutrina das *necessidades do comércio*, segundo a qual a circulação de notas seria determinada pela demanda - encurtada quando os negócios declinassem e expandida quando os negócios prosperassem, seja por razões sazonais seja por motivos cíclicos. A hipótese implícita desta doutrina foi que bancos podiam também variar suas relações de reservas para acomodar menores ou maiores obrigações com notas, ou então alterar sua estrutura passiva entre notas e depósitos.

A *Escola do Meio Circulante* viu um acréscimo nas necessidades da demanda transacional para usar notas, acompanhando acréscimos no produto e nos preços, como sendo atendido por uma drenagem (ou escoamento) de ouro do exterior. A crítica de Flanders, ao invés de ser externa, é imanente, pois aponta uma contradição no seio da *Banking School*: "se fosse verdadeiramente impossível sobreemitir moeda baseada nas 'necessidades do comércio' e respondendo à demanda, presumivelmente não haveria necessidade de um 'emprestador em última instância' com amplos poderes discricionários" [42].

O terceiro princípio da *Banking School* foi a *lei do refluxo*, de acordo com a qual sobreemissão era possível somente por limitados períodos, porque notas retornariam imediatamente para o emissor pelo repagamento de empréstimos. Lembra o fato corriqueiro de que normalmente os empréstimos são resgatados e

---

41 MOLLO, Maria de Lourdes R.. As Controvérsias Monetárias do Século XIX. Ensaios FEE. PA, (15) 1: 80-97, 1994. p. 83.

42 FLANDERS; op. cit.; p. 37.

que seu pagamento elimina poder de compra, de forma que há uma diferença bem palpável entre o caso da moeda-creditícia bancária, que reflui automaticamente, e o caso do papel-moeda oficial, que não reflui, senão eventualmente, através do recolhimento de impostos. Esta foi uma modificação da *doutrina dos títulos reais*, que Tooke e Fullarton avançaram, desde que a adesão à doutrina supostamente fazia a sobreemissão impossível.

Nas fases de especulação intensa, em certos mercados, em que os agentes econômicos esperariam uma alta de preços, demandariam crédito, para financiar as antecipações de compra. A alta dos preços, neste caso, só aparentemente não precederia a expansão monetária.

A *Currency School* não compartilhava desse otimismo de que a *lei do refluxo* atuaria com rapidez suficiente, para reverter a expansão monetária e, via crise de *iliquidez*, a alta dos preços. Tooke contra-argumentou, pela *lei do refluxo*, com base que emissões excessivas não seriam sustentadas, se não igualassem às preferências dos agentes, tanto por manter notas, quanto por possuir depósitos.

Por fim, Schwartz afirma também que "a *Banking School* não teve programa legislativo para reformar o sistema monetário. Boa administração bancária, na visão desta escola, não podia ser legislada" [43]. De fato, esta escola era adepta do *laissez-faire*, no sistema bancário. Este, regulando-se, regularia simultaneamente a dinâmica monetária. A *Free Banking School* chegou a apontar os bancos centrais como instituições desnecessárias.

O *Bank Charter Act* de 1844 terminou com o direito de emissão de notas para novos bancos, na Inglaterra, aparentando uma vitória legislativa da *Currency School*. Entretanto, os debates monetários, que iniciaram na década de 1820, não foram conclusivos. Uma economista monetarista reconhece que "o debate sobre todas as questões em disputa no século XIX continua a estar vivo" [44].

2.3. PERFIL DOS AUTORES

Vale à pena citar uma série de "argumentos de autoridades", que avaliam o valor da obra de Henry Thornton (1760-1815). Segundo Hicks, "é o primeiro grande autor da *Credit School*; ainda que faça tanto tempo que escreveu, segue estando entre os melhores. Sua escala de valores é distinta do que é normal hoje; porém, isto à parte, sua análise é quase impecável" [45]. Acrescenta que "a análise de Thornton constitui a melhor análise do funcionamento do sistema creditício que

---

43 SCHWARTZ; op. cit.; p. 44.
44 SCHWARTZ; op. cit.; p. 48.
45 HICKS; op. cit.; pp. 10/11.

saiu da pena dos mais antigos economistas. Como teoria a curto prazo pode ser interpretado numa forma que o aproxima muito de Keynes" [46]. Ainda reforça, "temos em Thornton todos os elementos significativos da estrutura teórica de Keynes" [47]. Mais adiante, "o *Paper Credit* é uma obra de validade mais permanente do que possa parecer à primeira vista. Se prescindimos de sua referência aos fatos de seu tempo e de supostos empíricos mais ou menos adequados às condições do tempo de Thornton, a obra é valiosa ainda hoje em dia. Thornton está entre os melhores economistas monetários: é o pioneiro dos economistas monetários do nosso tempo" [48].

Schumpeter também louva Henry Thornton. "Seu *Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain* (1802) é uma obra surpreendente. (...) antecipou, em alguns pontos, os progressos analíticos do século a seguir. Nenhuma outra realização do período suportaria uma comparação com aquela obra, embora várias, entre as quais a de Ricardo, tenham encontrado sucesso muito maior, tanto à época quanto posteriormente"[49]. Em sua opinião, as contribuições de Thornton superaram todas as outras no que concerne à largueza de compreensão e à força analítica. Mas prestou-se tão pouca importância a elas que tiveram que ser mais uma vez descobertas, por Keynes [50].

Finalmente, Blaug considera o *Paper Credit* (1802) de Thornton "o maior trabalho do século XIX sobre teoria monetária: não foi igualado até o *Interest and Prices* (1898) de Wicksell e o *Purchasing Power of Money* (1911) de Fisher"[51].

Quanto aos conceitos, não inventados, mas colocados com precisão e perspectiva por Thornton, podem ser reagrupados sob quatro rubricas [52]:

- a discussão relativa à *delimitação ótima do estoque de moeda*. Afirma que os depósitos dos bancos são substitutos diretos da moeda fiduciária. Aplica a idéia da *" eficiência" da moeda* (o produto da massa monetária por sua velocidade de circulação): os depósitos bancários são um meio de acelerar a velocidade de circulação da moeda metálica e fiduciária. Trata a *rapidez da circulação* como uma quantidade variável que flutua com o estado de confiança, isto é, fundamentalmente, com as condições gerais dos negócios.

- a análise da *demanda por moeda*, semelhante à posteriormente conhecida como teoria keynesiana da *preferência por liquidez*. Sugere as antecipações precaucionais dos agentes econômicos, na demanda por encaixe.

---

46 HICKS; op. cit. [A Teoria Monetária e a História: Tentativa de Perspectiva]; p. 194.
47 HICKS; op. cit. [O ***Paper Credit*** de Thornton (1802)]; p. 211.
48 HICKS; op. cit.; p. 217.
49 SCHUMPETER; op. cit.; p. 385.
50 SCHUMPETER; op. cit.; p. 402.
51 BLAUG, Mark. Greats Economists Before Keynes. GB, Wheatsheaf Books, 1986. pp. 243/4.
52 BOISSIEU, Christian de. Préface. in BEAUGRAND; op. cit.; pp. IX-XII.

- embora tenha sido Locke o fundador do argumento da "lei das duas taxas de juros" - a *monetária* e a *natural* -, Thornton utilizou-a para criticar a *doutrina dos real bills*. Inspirou a Wicksell e Hayek para fazerem da igualdade entre as duas taxas de juros a condição de equilíbrio monetário e da neutralização da moeda.

- de maneira mais geral, Thornton elaborou uma *teoria da política monetária*.

Quanto às *querelles* das doutrinas monetárias, Thornton entre 1797 e 1802 seria melhor classificado como "anti-bulhionista", defendendo a atitude do Banco da Inglaterra, numa situação de crise. Em 1810, figuraria mais adequadamente como "bulhionista moderado", em sua crítica da *doutrina do real bills* e da *lei do refluxo*, discordando porém dos "bulhionistas ortodoxos" quanto à delimitação estreita do estoque de moeda. Inspiraria à *Banking School* (em particular a Tooke e Fullarton), entre outros temas, a respeito de uma delimitação mais ampla da massa monetária e sobre a *eficiência da moeda*.

Wicksell pode ser visto como sendo o principal transmissor da influência de Thornton sobre a análise monetária contemporânea. Através dele, chegou a Keynes. Henry Thornton foi vítima do sucesso de David Ricardo, mais popular pedagogicamente. Há outras "vítimas", também não tão conhecidas, como Thomas Tooke (1774-1858) e John Stuart Mill (1806-1873).

Tooke é o fundador da "*contra-teoria quantitativa da moeda*" - a visão que política monetária é pouco poderosa para influenciar preços, porque a oferta de moeda depende do fluxo de gasto monetário, e, então, é o *resultado* e não a *causa* das variações de preços. Não que tenha ele próprio desenvolvido um rigoroso e coerente argumento contra a Teoria Quantitativa da Moeda, mas ofereceu material para tal em seus comentários sobre os dados primários (sem usar número-índice) sobre preços, que passou a vida coletando. Publicou sua *History of Prices and the State of the Circulation* numa primeira edição de 2 volumes em 1838, cobrindo o período 1793-1837, e na versão definitiva de 6 volumes, referente ao período 1793-1856, no ano anterior ao da sua morte.

O trabalho de Tooke sobre a história dos preços foi parte de sua crítica implacável do *princípio monetário* [*Currency Principle*] [53]. Em dois longos panfletos, *An Inquiry into the Currency Principle* e *On the Bank Charter Act of 1844*, ele atacou esta famosa lei, que procurou promulgar o *princípio do meio circulante*.

O seu ponto mais forte foi demonstrar a influência de fatores não-monetários (qualidade da colheita, nível de expansão, etc.) e, mesmo, de fatores que só afetavam diretamente certas mercadorias ou grupos de mercadorias, sobre a inflação. Afirma, sucintamente, que os preços das mercadorias não dependem - ele deixou de acrescentar "unicamente", o que seria correto - do

---

[53] BLAUG; op. cit.; p. 251.

"montante do meio circulante", mas que, pelo contrário, o montante do meio circulante é a "consequência" dos preços, o que não é inteiramente correto.

A *teoria geral dos preços* de Tooke é a seguinte: uma vez que, de um lado, as mercadorias podem ser compradas sem o uso da moeda, e uma vez que, de outro lado, a moeda não precisa tornar-se toda ativa - caso em que realmente é inexistente, no que concerne à ação sobre os preços -, a quantidade de moeda sobre a qual a Teoria Quantitativa da Moeda raciocinou não é um dado útil. O que age sobre os preços é o *gasto*, embora financiado. Chega assim ao princípio regulador final dos preços monetários: a renda sob forma de aluguéis, lucros, salários e ordenados. Em outras palavras, fica sob a *ótica da renda*, como fonte de gastos, para o problema do valor da moeda [54]. Tooke teve o grande mérito de não ser - na expressão de Schumpeter - um "monomaníaco monetário", em sua análise das causas da evolução dos preços.

A obra inglesa em termos de teoria monetária, até então, foi, com muita propriedade, resumida por Mill, no seu *Principles of Political Economy* (1848) [55]. "Foi primordialmente na formulação de Mill que a obra da primeira metade do século XIX atingiu os escritores da outra metade" [56]. Até a publicação do *Principles of Economics* (1890) de Marshall, o *Principles* de Mill foi o livro-texto de economia dominante no mundo do idioma inglês.

Curiosamente, Wicksell destaca que "Marx comenta, um pouco maliciosamente, que sua teoria monetária [de John Stuart Mill] consegue sustentar ao mesmo tempo a opinião de seu pai, James Mill, o amigo de Ricardo, e a opinião contrária de Tooke" [57].

Na opinião de Schumpeter, nenhum elemento da obra de Mill originou-se dele. Ainda assim, há na mesma um mérito histórico. Pode-se classificar os ensinamentos de Mill de fato como uma mistura dos de Ricardo e de Tooke, percebendo as falhas de ambos e corrigindo suas faltas mais visíveis. Todavia, fez muito para salvar as verdades contidas naquelas análises. Em certo sentido, ele redescobriu a linha de Thornton e, vez por outra, melhorou-a [58].

Ele limitou o âmbito da aplicação da Teoria Quantitativa da Moeda à sociedade que não conhece outros meios de pagamento além das moedas e do papel conversível. O aparecimento do crédito, em sua opinião, modifica a situação radicalmente. Ele limitou ainda mais a Teoria Quantitativa da Moeda, mesmo para o caso de uma circulação puramente metálica, por restringir sua validade à quantidade de moeda que circula realmente. Mas a quantidade de

---

54 SCHUMPETER; op. cit.; pp. 405/6.

55 MILL, John Stuart. Princípios de Economia Política: com Algumas de suas Aplicações à Filosofia Social. SP, Abril Cultural, 1983 (original de 1848). Vol. II, Livro III, cap. 7-14 e 19-24.

56 SCHUMPETER; op. cit.; p. 385.

57 WICKSELL, Knut. Lições de Economia Política. SP, Nova Cultural, 1986. p. 264.

58 SCHUMPETER; op. cit.; p. 445.

moeda *circulante*, certamente, não independe da situação dos negócios - produção, emprego, etc. - como Mill indicou por sua expressão a respeito da quantidade de moeda que as pessoas desejam gastar, isto é, "todo o dinheiro que elas possuem exceto o que entesouram, ou, pelo menos, guardam como reserva para contingências futuras" (Livro III, cap. 8, 2o. parágrafo).

Mill reconhece que as compras a crédito (a prazo) influenciam os preços tanto quanto as compras a dinheiro (à vista). Em seu esquema analítico, não é, de forma alguma, a *quantidade de moeda* por si que age sobre os "preços gerais", mas simplesmente os *gastos*. E estes gastos não são estritamente relacionados à quantidade de moedas metálicas ou papel-moeda. Mill fez da velocidade média de circulação da moeda uma variável econômica, particularmente cíclica. Envolvendo a taxa de dispêndio, ultrapassa a limitação de ser tratada como uma constante institucional.

Há problemas que surgem com o caráter conciliador de Mill. No entanto, como será visto, no próximo tópico, é um autor que oferece contribuições interessantes para os postulados de uma Teoria Alternativa da Moeda.

2.4. FUNDAMENTOS DE UMA TEORIA ALTERNATIVA DA MOEDA

Nem todas as contribuições positivas do passado encontram-se assimiladas ao estado atual da teoria monetária conhecida. A história do pensamento econômico não deve ser lida nem como uma história de idéias *errôneas*, que foram descartadas no presente, nem somente como de idéias *antecipadoras* do que se considera correto atualmente.

Não se pretende somente destacar as *antecipações*, que já prefiguravam uma Teoria Alternativa da Moeda. Mas, durante a leitura das contribuições dos pensadores da primeira metade do século passado (realizada parcialmente em *fontes secundárias* e não nas *obras originais* citadas de Thornton e Tooke), não se tem a ilusão acerca da possibilidade de abstrair-se da ótica keynesiana, que se sedimentou na forma de pensar dos economistas heterodoxos contemporâneos. No entanto, não se está preocupado com a defesa da *tese da precedência* às idéias de Keynes.

O esforço é dedicado a destacar as idéias heterodoxas características dos autores que, senão as originaram, pelo menos as deram uma divulgação pioneira mais ampla. O estudo genealógico a ser realizado é da origem e formação de uma Teoria Alternativa da Moeda. Portanto, busca-se a estirpe, a linhagem de suas premissas. Uma série de antepassados contribuiu com um conjunto de descendentes heterodoxos.

2.4.1. Postulado da Instabilidade da Velocidade

O impacto de qualquer variação na oferta da moeda pode ser absorvido por uma variação compensadora na velocidade de circulação da moeda e, portanto, não ser transmitida ao nível geral dos preços. Por outro lado, qualquer variação na renda ou no volume de transações mercantis pode ser acomodada por uma variação na velocidade sem requerer qualquer variação na oferta monetária. Quem deu formulação à esta idéia, nas controvérsias monetárias do século passado?

Uma visão do passado que influenciou bastante a corrente heterodoxa de pensamento, no século XX, foi que a única real distinção entre a moeda manual (meio circulante) e a escritural (depósitos bancários) diz respeito a suas velocidades de circulação. Por isso, antes de se tratar da velocidade de circulação da moeda propriamente dita - os motivos de detenção e os determinantes da demanda por dinheiro -, discute-se a própria definição de dinheiro, naquela época.

2.4.1.1. Definição de Dinheiro

O dinheiro é convencionalmente definido como um ativo que desempenha funções específicas. Necessita servir como meio de troca (e/ou padrão de pagamentos deferidos), unidade de conta e reserva de valor. No entanto, durante toda história da teoria monetária, há desacordo sobre as categorias de ativos que possuem os atributos necessários para atuar em todas as funções de dinheiro.

Há algo mais do que pura semântica envolvido na questão. A matéria não é tão simples como empiricamente aparenta ser escolher entre as necessárias características físicas que permitem aceitabilidade geral, homogeneidade, divisibilidade, portabilidade, durabilidade. Envolve, no caso da Teoria Quantitativa da Moeda, tanto saber *qual oferta excessiva que afeta preços*, quanto a questão de *o que controlar*. Torna-se mais complexa com a substituição histórica da chamada *moeda-mercadoria* pela *moeda-creditícia*.

A grande maioria dos principais autores do século XIX, entre os quais Thornton, Ricardo, Fullarton e Mill, definiu a moeda como uma mercadoria que havia sido escolhida, expontaneamente, pelo mercado, para meio de troca, medida de valor, etc... O papel-moeda era interpretado por esses autores - *metalistas teóricos* - de maneira a enquadrá-lo numa definição similar à da moeda metálica. A idéia era assegurar que o valor da unidade monetária devesse flutuar de acordo com o valor do ouro: tal concepção ainda é metalista. O "usurpador" papel-moeda deveria ser forçado a proceder como se fosse legítima moeda de ouro. Eles eram também *metalistas práticos*: interpretaram os fenômenos da moeda tomando como referência a moeda metálica de valor intrínseco, não

fazendo boa análise dos fatos relativos ao papel-moeda inconversível [59]. Isto também prejudicou a análise do assunto relativo à moeda-crédito.

Thornton sabia perfeitamente que não podia delimitar precisamente o que era moeda e o que não era. Isto é visível na sua discussão das velocidades de circulação segundo as circunstâncias e as formas de moedas. Numa explicação genealógica, expôs os diferentes estágios de evolução usualmente reconhecidos em direção ao *paper credit*. A introdução deste modificava as condições de troca.

O crédito, cujo fundamento era a confiança comercial, favorecia os negócios, permitindo o comércio sem encaixe disponível imediatamente. Mas havia uma confusão entre moeda e crédito. Segundo Cantillon, crédito não servia senão a fazer circular mais velozmente a moeda existente. Thornton os assimilava, em graus diferentes, porque ambos eram *títulos de pagamentos*. Enquanto tal, a *promessa de pagar* uma soma especificada a um prazo determinado não era um meio de circulação, porque não liquidava definitivamente uma transação. No entanto, todos os substitutos da moeda propriamente dita (queria dizer "em espécie"), para Thornton, faziam parte, em certa medida, do *meio circulante*. À medida que se desenvolvia o uso de diferentes formas de *paper credit*, economizando somas crescentes de ouro e prata, fundava-se outro tanto de "moedas", que ganhavam independência **vis a vis** à "moeda propriamente dita".

O *paper credit* era o papel cujo valor estava fundado sobre o crédito. O valor do *paper credit* não era senão o reflexo da confiança que se colocava nele.

À parte um requerimento de uma maior reserva, Mill dispensou a necessidade de regulação, seja da emissão de nota conversível, seja do crédito. Seguindo a Tooke, insistiu que crescentes emissões de notas não necessariamente aumentariam a oferta de moeda em circulação. Mesmo quando um acréscimo líquido nas notas ocorresse, isto não implicaria trazer um aumento no poder de compra geral.

Lord Overstone, lider da *Currency School*, insistiu que depósitos deviam ser distinguidos dos meios circulantes, porque um decréscimo dos depósitos não corrigiria uma taxa de câmbio adversa. Não negou que o comportamento dos depósitos podia afetar a estabilidade monetária, mas afirmou que depósitos eram em última instância meramente um meio de economizar moeda corrente. Esta última que era importante ser controlada diretamente.

Por outro lado, a figura exponencial da *Banking School*, Thomas Tooke, argumentou que notas bancárias não seriam distintas de outras formas de moeda creditícia. Havia uma conexão (não invariável) entre notas e superestrutura do crédito.

---

[59] SCHUMPETER; op. cit.; p. 396.

Curiosamente, a *Escola do Meio Circulante* resistiu fortemente contra a sugestão que depósitos eram moeda. Argumentou com a limitada aceitabilidade do cheque. Outro argumento usado contra a inclusão dos depósitos bancários na oferta de moeda foi sua falta de poder de concluir de maneira final uma transação. Ainda havia dúvida, no século passado, sobre seu poder liberatório. Questionava-se também a solvência dos bancos. Alegava-se que, em tempo de crise financeira, quase-moedas eram pobres substitutas para a moeda propriamente dita, porque somente esta última seria aceita como pagamento final. A supostamente baixa velocidade de circulação de quase-moedas manteria estes instrumentos inexpressivos em termos quantitativos, relativamente às notas como meios de troca. Finalmente, pensava-se que a superestrutura total dos substitutos da moeda poderia ser regulada efetivamente por controle da base monetária - na ocasião, da nota bancária.

Como O'Brien indica, "a *Currency School* tinha uma restrita definição de dinheiro, excluindo depósitos, e negando qualquer influência independente para os depósitos, enquanto a *Banking School*, mesmo tendo uma definição mais estreita que a do *Radcliffe Report* [dos anos 1950's], podia ver a moeda como não única em seus efeitos sobre a demanda" [60].

2.4.1.2. Velocidade de Circulação: Motivos de Detenção e Determinantes da Demanda por Dinheiro

O conceito de velocidade, segundo O'Brien [61], data no mínimo do início do século XVII. Desde esta data, duas abordagens - velocidade e demanda por dinheiro - parecem ter diferido somente no grau de ênfase colocado em uma ou outra maneira de ver o problema. No século XVII, a ênfase foi no saldo de negócios. No século seguinte, destacou-se o aspecto da velocidade relacionado com saldo de caixa. O mais detalhado tratamento dado, no século XIX, foi o de Thornton, que analisou fatores que afetam a demanda por dinheiro como determinantes da velocidade. Entre outros que discutiram velocidade incluem-se Mill e Attwood, o último distinguindo entre velocidade de circulação renda e transações.

Todos esses escritores deram um tratamento diferenciado do posteriormente difundido por Fisher, cuja velocidade era dependente das "condições técnicas" e dos hábitos comportamentais, não relacionando-se funcionalmente com a oferta monetária. Era, portanto, vista como alguma constante exógena. Eles foram claros ao afirmar que a velocidade podia variar. O que distinguia as várias abordagens era o grau com que pensaram a velocidade como estável no curto prazo. Mas, mesmo no caso de Fisher, havia possibilidade de mudança secular.

---

[60] O'BRIEN; op. cit.; p. 8.

[61] O'BRIEN; op. cit.; p. 9.

Thornton apresenta um estudo muito detalhado dos fatores que governam a "rapidez de circulação". Os diferentes componentes do meio circulante permitem a troca de mercadorias, mas em graus diversos. Cada "rapidez de circulação" depende essencialmente de sua natureza e do estado de confiança, que varia segundo as épocas. A questão se relaciona essencialmente a um problema de custo de oportunidade ao se olhar através de certo estado de confiança e de previsões. Estas características, aplicadas aos diferentes meios circulantes, fornecem observações diferentes. Por exemplo, grau de confiança no emissor do título, perda de juros no caso de encaixe (ou de aplicação precoce), situação "alarmante", risco inerente, etc..

A *rapidez* de circulação não é, portanto, uma característica simples do conjunto de meio circulante. Pelo contrário, é enormemente variável segundo cada meio e cada época. Além disso, uma mudança do estado de confiança age com graus de força diversos sobre as diferentes velocidades de circulação. Fica claro que, para Thornton, a quantidade de meio circulante não é uma proporção fixa ou estável do conjunto de pagamentos efetuados, durante um dado período. Esta questão se coloca novamente a propósito dos preços e da teoria quantitativa.

Beaugrand salienta que, "no curso de sua análise, Thornton elabora uma 'teoria da preferência pela liquidez' [num abuso de linguagem; seria mais conveniente 'propensão a entesourar']" [62]. Comprova citando, entre outras passagens de Thornton: "um bom estado de confiança incita os homens pelo menos a se prevenir contra o imprevisto"; "quando, pelo contrário, advem-se um período de desconfiança, a prudência sugere que a perda dos juros resultante da detenção de títulos, durante alguns dias, pode ser negligenciada".

A expressão *rapidez de circulação* não deve ser mal compreendida: Thornton considera claramente os encaixes de *transação* e de *precaução/especulação*. Examina o que determina cada montante. O *encaixe transacional* é **a priori** incompressível: é função dos pagamentos correntes. O *encaixe precaucional* depende da taxa de juros e do estado de confiança. Quando a atividade econômica prospera, a preferência pela liquidez diminui, mas num período de "alarme" ela aumenta fortemente e torna-se insensível ao custo de oportunidade, portanto, à taxa de juros.

Isto implica claramente que, para Thornton, velocidade **não** é fixa no curto prazo. A idéia de que os saldos precaucionários são afetados, no curto prazo, pelo grau de desconfiança na atividade dos negócios é encontrada também em Mill e Tooke.

A idéia que a elasticidade da demanda por saldos não acompanha, proporcionalmente, às variações no nível de preços data do início do século XIX.

---

62 BEAUGRAND; op. cit.; p. 44.

Foi matéria tratada, entre outros, por Thornton e Mill. Havia duas linhas explicativas. Primeira, podia ser o desejo de dividir riscos e não ficar com um meio circulante se depreciando: *evitar perdas*. Segunda, havia o desejo de trocar moeda por mercadorias com objetivo de beneficiar-se de um posterior crescimento de preços: *buscar lucros*.

2.4.2. **Postulado da Sancionalidade**

O problema central da teoria monetária, no século XIX, era o valor do dinheiro. Este valor identificava-se com as taxas de troca entre a moeda e os bens, ou seja, o seu *poder de compra*.

O fato de que todos os preços monetários normalmente não variavam na mesma direção, para não falar em proporção, isto é, o fato que dava lugar ao problema do poder de compra geral ou sua recíproca, o nível geral de preços, causava dificuldades teóricas, que nunca foram realmente superadas. **Não se desenvolveu, nessa época, *com profundidade*, qualquer teoria alternativa à teoria quantitativa, para explicar o nível dos preços.**

Os principais "clássicos" resolveram o problema deste valor da moeda, simplesmente, por aplicar ao mesmo sua teoria geral do valor. De acordo com este procedimento, eles distinguiram um *valor da moeda normal a longo prazo* - este valor *permanente* era determinado pelo custo de produzir (ou obter) os metais preciosos - e um *valor de equilíbrio a curto prazo* - determinado pela oferta e procura.

Schumpeter faz três observações a respeito [63]. Primeira, trata-se ainda de *metalismo teórico*. Segunda, ambas proposições são *equilibristas*. Finalmente, as palavras "determinado **por**" são enganadoras e deveriam ser substituídas por "determinado **em**", pois não há nenhuma *conotação causal* particulamente forte nesta determinação. Qualquer posição de equilíbrio a longo prazo é uma das muitas possíveis condições de equilíbrio a longo prazo, e pode assumir conotação causal somente por obra e graça do teórico, isto é, pela decisão deste autor de fixar todos os outros fatores da situação. Se não, custo se adapta ao valor da moeda pelo menos tanto quanto novo valor se adapta a novo custo de produção da moeda. Para fugir do **imbroglio**, mesmo Ricardo, a despeito de sua propensão à análise de longo prazo, raciocinou a respeito da moeda principalmente em termos de curto prazo, isto é, em termos de oferta e procura.

A simples afirmação de que o poder de compra de uma unidade monetária "depende da" oferta e da procura não identifica qualquer teoria determinada da moeda. Ricardo e Mill não compreenderam isto e tentaram *deduzir* o teorema quantitativo da "lei" da oferta e procura. Como resultado, não fica claro se, **ceteris**

---

[63] SCHUMPETER; op. cit.; p. 398.

paribus, um acréscimo na quantidade de moeda *tenderá a diminuir*, em algum nível, ou *de fato diminuirá,* proporcionalmente, o poder de compra da unidade monetária.

Outra confusão advém do termo "teoria quantitativa" cobrir diversos sentidos. Para Schumpeter, deveria significar que: a quantidade de moeda é uma variável independente; a velocidade de circulação é um dado institucional; as transações e/ou a produção não são relacionadas à quantidade de moeda; as variações nesta última agem mecanicamente sobre todos os preços, independentemente de como é utilizada ou de qual setor a recebe inicialmente. Na verdade, a maioria dos escritores tinha muita dificuldade em definir o que entendia por "preços gerais".

Neste sentido, as contribuições de Thornton e Mill, objetos dos dois sub-tópicos seguintes, se distinguem, substituindo a idéia da teoria quantitativa de *causalidade* pela alternativa de *sancionalidade* da moeda. O valor do dinheiro deixa de ser explicado pela quantidade de moeda em oferta total, abrindo *espaço teórico* para formulação de uma teoria *não-monetária* dos preços.

2.4.2.1. Crítica à Teoria Quantitativa da Moeda em Thornton

Antes de decidir classificar Thornton, é necessário precisar o que o *quantitativismo* representava em sua época. Beaugrand acha que ele pesquisava *como* a "inflação" de meio circulante e a inflação de preços podiam ser ligadas [64]. Três observações eram relevantes. Primeira, os meios de pagamentos não se refletiriam sobre os preços se não estivessem *em circulação*, ou seja, ociosos no entesouramento. Segunda, não era absolutamente certo que as notas dos bancos regionais ("substitutos da moeda") tivessem seu valor estritamente regulado pela conversão por notas do Banco da Inglaterra ("moedas do Banco Central"), na medida que tivessem variações de emissões proporcionais. Não se encontravam na mesma proporção, porque a proporção que se mantinha era a quantidade de cada qual em comparação com sua demanda. Não havia, portanto, nenhuma razão pela qual a variação dos preços fosse função direta da variação das emissões do Banco da Inglaterra. Enfim, a variação do número de notas se produziria pelo intermédio do mercado de empréstimos e descontos, que estimularia ou a retenção especulativa ou a inclinação à venda. Os preços, em última análise, dependeriam desse conflito geral entre compradores e vendedores.

Thornton também observa que uma limitação (ou uma expansão) na quantidade de papel do Banco da Inglaterra afetaria em larga medida os preços por sua ação sobre o estado de confiança, portanto, sobre a *rapidez de circulação*. Assim, duvidava muito seriamente do sentido da causalidade. Para

---

[64] BEAUGRAND; op. cit.; p. 49.

ele, não seria claro se a emissão crescente de papel-moeda seria a causa da alta dos preços, ou se esta não deveria ser considerada como a *causa* e o crescimento do papel-moeda como o *efeito*.

Como afirma Beaugrand, "este é um problema hereditário na 'teoria' quantitativa!". Deveria acrescentar que talvez seja o problema mais debatido da teoria monetária. Estranha é a conclusão que tira Beaugrand: "se Thornton parece não tomar partido sobre o sentido da causalidade, é sem dúvida porque crê as duas possíveis ou mesmo necessárias" [65].

Enfim, classificar Thornton ao lado de Ricardo no seio da *escola quantitativista clássica* é certamente não compreendê-lo. Afirmar que sua posição sobre a causalidade é "similar à de Friedman" é totalmente contraditório com a concepção que tinha Thornton sobre a *rapidez de circulação* às vezes fortemente instável e dependente da quantidade de moeda. Ele chegou a exemplificar com situação histórica (entre 1795 e 1796), quando a *diminuição* da quantidade de notas se acompanhou de uma *alta* de preços, para admitir uma possível ligação inversa - na causalidade e na proporcionalidade - da quantidade de moeda e dos preços.

2.4.2.2. Valor do Dinheiro em Mill

A abordagem que faz Mill do argumento geral da Teoria Quantitativa da Moeda segue a idéia que nem todo acréscimo de emissões monetárias necessariamente aumenta a oferta de moeda em circulação. Mesmo quando ocorre um acréscimo líquido de papel-moeda, isto não estabelece um acréscimo no poder de compra geral. Portanto, recusa a adotar uma abordagem de *automatismo*, quando considera o impacto da variação da moeda sobre o nível dos preços [66]. Seguindo Tooke, chega a afirmar que o acréscimo de emissão ocorrido é uma resposta *passiva* ao acréscimo de preços e não sua causa. Em outras palavras, substitui a idéia de *causalidade* pela de *sancionalidade*.

No entanto, para chegar a essa posição, a trajetória de Mill é intrincada, pois concilia diversas posturas aparentemente antagônicas. De início [67], afirma que a introdução do dinheiro não interfere na operação de nenhuma das leis reguladoras do valor. As razões que fazem com que o valor *temporário* ou *de mercado* das coisas dependa da *procura* e da *oferta*, e seus valores *médios* ou *permanentes* dependam de seu *custo de produção*, são tão aplicáveis a um sistema monetário quanto a um sistema de escambo. O dinheiro não altera as relações das mercadorias entre si; a única relação nova que se introduz é a relação delas com o próprio dinheiro, isto é, por quanto dinheiro serão trocadas -

---

65 BEAUGRAND; op. cit.; p. 51.

66 HOLLANDER, Samuel. Classical Economics. UK/NY, Basil Blackwell, 1987. p. 299.

67 MILL; op. cit.; cap. VII, p. 49.

em outras palavras, como se determina o valor de troca do próprio dinheiro. Inicialmente, antes do "crédito substituir o dinheiro", o dinheiro é uma mercadoria, e seu valor é determinado da mesma forma que o de outras mercadorias: *temporariamente*, pela procura e oferta, e, *permanentemente*, e *na média*, pelo custo de produção.

"O valor de uma coisa é aquilo pelo qual ela pode ser trocada: por conseguinte, o valor do dinheiro é aquilo pelo qual o dinheiro pode ser trocado, o poder de compra do dinheiro. Se os preços forem baixos, o dinheiro comprará um montante elevado de outras coisas, tendo grande valor; se os preços forem altos, comprará um montante pequeno de outras coisas, tendo pouco valor. O valor do dinheiro comporta-se em razão inversa aos preços gerais: cai quando eles sobem, e sobe quando eles baixam" [68].

Dessa afirmação Mill poderia partir já para uma teoria *não-monetária* dos preços, explicando o movimento destes por causas não-monetárias. A moeda entraria na explicação não como *causadora*, mas simplesmente como *sancionadora*. No entanto, Mill não toma este atalho, para uma Teoria Alternativa da Moeda, preferindo caminhos mais tortuosos.

O valor ou poder de compra do dinheiro depende, em primeira instância, da procura e da oferta. A oferta de dinheiro é a quantidade de dinheiro que as pessoas desejam aplicar, isto é, todo o dinheiro que têm em seu poder, excetuado aquele que estão entesourando, ou ao menos guardando consigo como uma reserva com vistas nas contingências futuras. Em suma, a oferta de dinheiro é todo o dinheiro *em circulação* no momento. Quanto à procura de dinheiro, ela consiste em todos os bens oferecidos à venda. Todo vendedor de bens é um "comprador de dinheiro" [i.e, busca dinheiro validador de sua decisão de produzir e/ou vender]. A procura de dinheiro (por parte do vendedor) é limitada somente pelos recursos do comprador. Certamente, os vendedores podem recusar-se a vender, e retirar seus bens do mercado, se não conseguirem o que consideram um preço suficiente. Mas isso só acontece quando pensam que o preço subirá, e que conseguirão mais dinheiro com a espera. Se acreditassem na possibilidade de permanência do preço baixo, haveriam de contentar-se com o que conseguissem obter. Para um comerciante, vender suas mercadorias é sempre uma condição **sine qua non**.

Em vez de daí partir para uma teoria de determinação de preços "exógena" à teoria da moeda, Mill cai na tradicional Teoria Quantitativa da Moeda. "O valor do dinheiro, não se alterando outros fatores, varia à razão inversa de sua quantidade: todo aumento da quantidade faz baixar seu valor, e toda redução de sua quantidade faz aumentar seu valor a uma razão exatamente equivalente" [69].

---

[68] MILL; op. cit.; cap. VIII, p. 51.

[69] MILL; op. cit.; p. 54.

Mas, após ressaltar a importância de se considerar somente o *dinheiro efetivamente em circulação* (o dinheiro guardado em reserva ou aplicado em transações financeiras só influenciará preços se for sacado para ser gasto em mercadorias), considerar a expressão da "rapidez de circulação" e sugerir o uso do conceito de "eficiência do dinheiro" - a saber, o número médio de compras feitas por cada moeda para gerar determinado montante pecuniário de transações -, Mill ressalva sua aplicação da Teoria Quantitativa da Moeda limitada ao caso da moeda-mercadoria. "A proposição que estabelecemos, de que os preços gerais dependem da quantidade do dinheiro em circulação, deve ser entendida com algo aplicável somente a um estado de coisas em que o dinheiro, isto é, ouro ou prata, é o instrumento exclusivo de troca, e efetivamente passa de um dono para outro a cada compra, desconhecendo-se o crédito em qualquer uma de suas formas. Quando entrar em jogo o crédito - diferente do dinheiro vivo - como instrumento de compra, veremos mais adiante que a relação entre preços e o montante do meio circulante é muito menos direta e íntima, e que o tipo de relação existente no caso de crédito já não comporta uma forma de expressão tão simples" [70].

Em seu Capítulo XI (*O Crédito, Substituindo o Dinheiro*), Mill segue a Thornton do *Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. "Essa obra, publicada em 1802, constitui ainda hoje a exposição mais clara que conheço, em inglês, sobre as maneiras de conceder e receber crédito em uma comunidade mercantil" [71].

No capítulo seguinte, Mill examina a influência do crédito sobre os preços, ou seja, estuda de que maneira o uso desse "sucedâneo do dinheiro" afeta o valor deste, ou, o que é a mesma coisa para ele, o preço das mercadorias. O montante de poder de compra que uma pessoa pode exercer engloba todo dinheiro que possui ou que lhe é devido, bem como todo o crédito de que dispõe. Quando existe impressão generalizada de que há probabilidade se subir o preço de alguma mercadoria, em razão de uma procura extra, de uma safra excassa, de obstruções à importação, ou de qualquer outro motivo, os distribuidores têm propensão a aumentar seus estoques, a fim de auferir lucro do aumento de preço que se espera.

Assim, uma subida de preço para o qual havia inicialmente alguns motivos racionais, é muitas vezes agravada ainda mais por compras de caráter puramente especulativo. Se não houvesse crédito, dificilmente isso poderia ocorrer em relação às mercadorias em geral. Se todas as compras fossem feitas com dinheiro disponível, o pagamento de preços mais altos por alguns artigos atrairia uma percentagem incomum do dinheiro da comunidade para os mercados desses artigos, e portanto teria que desviá-la de alguma outra classe de mercadorias, fazendo assim baixar os preços delas.

---

[70] MILL; op. cit.; p. 55.

[71] MILL; op. cit.; p. 72.

Entretanto, o que não se pode fazer com dinheiro disponível (mesmo acelerando a circulação), pode fazê-lo utilizando mais o crédito. Quando as pessoas vão ao mercado e compram com dinheiro que esperam receber mais tarde, estão sacando contra um fundo *ilimitado*, e não de um fundo *limitado*. Pelo menos até que ocorra uma crise comercial e/ou um estado de pânico, quando há restrição de crédito.

No restante desse capítulo, Mill segue tanto ao Tooke da *History of Prices e do Inquiry into the Currency Principle*, quanto ao Fullarton do *On the Regulation of Currencies*. Conclui discutindo a questão de se as várias formas de crédito devem ser consideradas dinheiro. "O problema é simplesmente de palavras, a ponto de quase não valer a pena levantá-lo; e teríamos certa dificuldade em entender por que se lhe dá tanta importância, se não houvesse algumas autoridades que - aderindo ainda à doutrina característica do estágio infantil da sociedade e da Economia Política, de que a quantidade do dinheiro, comparada à de mercadorias, determina os preços em geral - consideram importante provar que as cédulas bancárias, e não outras formas de crédito, é que são dinheiro, a fim de sufragar a conclusão de que as cédulas bancárias, e não outras formas de crédito, exercem influência sobre os preços. É óbvio, porém, que **os preços não dependem do dinheiro, mas das compras**. O dinheiro guardado num banco, e que não é sacado, ou é sacado para outras finalidades que não a compra de mercadorias, não tem efeito algum sobre os preços, como acontece com o crédito que não é utilizado. O crédito usado para comprar mercadorias afeta os preços da mesma forma que o dinheiro" [72].

Mill priorizou, dessa forma, as decisões de gastos como crucial para o sancionamento dos preços com moeda. Sugere, então, a necessidade de investigar as motivações desses gastos, em dada circunstância, para alcançar uma explicação cabal para a efetivação do nível geral dos preços.

2.4.3. **Postulado da Endogeneidade**

Na literatura sobre a chamada *oferta da moeda*, segundo O'Brien [73], há duas abordagens que diferem no peso com qual atacam às limitações referentes ao poder de os bancos criarem crédito, impostas pela necessidade de reservas. Esta relaciona-se com a distribuição do estoque disponível de riqueza entre ativos de liquidez variável, entre os quais a própria moeda. Sua quantidade é então determinada pela preferência por ativos e preços relativos. As diferenças de ênfases conduzem a uma posição na qual um grupo de escritores pode ser visto como tratando a oferta de moeda sendo *determinada por fatores de oferta*, enquanto o outro grupo pode ser visto como tratando a oferta monetária sendo *determinada pela demanda*.

---

72 MILL; op. cit.; p. 91. (grifo meu, F.N.C.).

73 O'BRIEN; op. cit.; p. 14.

Já tinha sido entendido, desde o século XVIII, que os depósitos bancários eram um múltiplo do saldo captado pelos bancos. A inferência corretamente tirada foi que os bancos podiam criar depósitos. Mas o mecanismo parece não ter sido claramente entendido até a década de 1820, quando o mecanismo de criação de depósito através de empréstimo e re-depósito foi exposto por James Pennington. Pennington também permitiu Tooke publicar duas cartas nas quais explicava a operação do multiplicador de depósito, embora negando que ele tinha em mente uma relação mecânica direta.

Tal idéia foi naturalmente de considerável valia para a *Currency School*, que desejou enfatizar o controle monetário através do controle da *high-powered money base* (base monetária) na forma de notas bancárias conversíveis. Não estava preparada para insistir sobre a idéia de um direto e mecânico multiplicador. Tal idéia teria sido contrária a sua insistência sobre variações na demanda por moeda relacionadas com fases do ciclo. Mas viu a superestrutura do crédito como apoiando-se sobre a base monetária; e a mais importante parte desta superestrutura era depósitos bancários. A *Currency School* insistiu que a perda de controle sobre a base monetária faria a oferta de moeda determinada pela demanda, ou seja, *endógena*. A *Banking School*, além de não considerar conveniente o controle quantitativo da moeda, duvidava da possibilidade efetiva desse controle, ou seja, era *indesejável* e *impossível* de se realizar, ou ainda, nem era *necessário* nem era *suficiente*.

A questão da *endogeneidade da moeda*, portanto, envolve vários temas, que serão tratados nos tópicos seguintes: a determinação da oferta pela demanda por moeda, a impossibilidade do controle monetário, uma teoria dos juros e uma teoria do crédito.

2.4.3.1. Determinação da Oferta Monetária pela Demanda

Há uma longa linha de escritores que argumentou que a oferta monetária, como definida em termos modernos, é determinada pela demanda, e não dependente exclusivamente de fatores de oferta. A origem desta linha de pensamento é localizada na discussão de Adam Smith sobre a *doutrina real bills*. O argumento de Smith era para que um banco não avançasse mais que o montante de capital que um comerciante teria disponível em caixa, após o pagamento das vendas a prazo. O banco assim nunca excederia o valor do ouro e da prata que seria requerido se não houvesse papel-moeda avançado pelos bancos. O limite seria observado quando somente os detentores de títulos de *câmbio real* fossem atendidos com descontos. A metáfora ilustrativa de Smith é que "os cofres do banco, na medida em que seus negócios se limitam a tais clientes, assemelham-se a um reservatório d'água, do qual, embora continuamente saia uma torrente, uma outra torrente continuamente entra,

perfeitamente igual à que sai, de modo que, sem outra atenção ou cuidado, o reservatório mantém sempre um nível igual ou quase igual" [74].

O'Brien mostra a procedência dessa idéia para correntes de pensamentos contemporâneas. "O reconhecido descendente moderno deste argumento é encontrado no *Radcliffe Report*, o qual parece ver a oferta de moeda como endógena e enxergar o controle do Banco Central como trabalhando somente através do efeito das alterações nas taxas de juros sobre a 'liquidez' do setor privado tomado como um todo. Em ambos casos, há a implicação que atender as necessidades transacionais, de maneira prudente, é o ritmo correto para os bancos seguirem" [75].

A doutrina de Smith foi tomada pelos "anti-bulhionistas" e aplicada a uma doutrina do papel-moeda inconversível. Mas os "bulhionistas" moderados, especialmente Thornton, também enfatizaram a elasticidade da oferta do *paper credit* (moeda-creditícia). Thomas Tooke providenciou a ligação entre os "bulhionistas" moderados e a *Banking School*, na década de 1840.

Tooke, embora sob um regime de convertibilidade, e fazendo uma estreita distinção entre notas conversíveis e inconversíveis, voltou a argumentar que a oferta de moeda - em termos modernos - era determinada pela demanda. A causalidade corria do nível de preços para a oferta monetária. As flutuações de preços eram devido a causas reais em vez de serem provocadas por variações na quantidade de moeda. Isto não significava que a prudência bancária não fosse requerida; certamente era. Mas a circulação dependia da demanda por transações, enquanto os depósitos dependiam da demanda por meios de fazer amplos pagamentos. Qualquer excesso de notas seria retornado ao sistema bancário via o *princípio do refluxo*, seja depositando novamente, seja liquidando passivos, ou, se o papel-moeda estivesse depreciando, demandando títulos. A circulação era dependente da renda nominal, na visão de Tooke. "Na verdade, Tooke tendeu, em seus últimos anos, como contemporâneos e sucessores apontaram, a *explicar preços por preços*" [76].

O mais efetivo aliado de Tooke foi Fullarton. Dizia que sempre havia mais crédito potencialmente disponível do que era requerido. Então a sobreemissão de notas era excluída pelo *princípio do refluxo*, enquanto havia um potencial ilimitado de oferta de crédito disponível para atender todas as necessidades monetárias. A ênfase sobre o espectro de liquidez e os substitutos da moeda estreitamente definida é análoga à posteriormente dada tanto pelo *Radcliffe Report* quanto pela abordagem do **portfólio**.

---

74 SMITH; op. cit.; p. 265.
75 O'BRIEN; op. cit.; p. 17.
76 O'BRIEN; op. cit.; p. 18.

Mill apoiou-se pesadamente sobre a abordagem de Tooke e Fullarton. *Quase-moeda* era efetiva como moeda real, e a oferta dela não era controlada pela exigência de reservas.

2.4.3.2. Controle Monetário

A *Currency School* e a *Banking School* concordavam sobre a necessidade de ter um papel conversível como meio circulante. Ambas acreditavam que isto checaria a prodigalidade monetária da parte do governo. A *Currency School* também acreditava que, propriamente administrado, um meio circulante com papel conversível teria um efeito anti-cíclico.

Elas discordavam a respeito de como o Banco Central deveria atuar no controle monetário. A *Currency School* defendia via base monetária. A emissão de notas deveria ser controlada diretamente de acordo com influxos e refluxos dos metais preciosos, registrados no balanço de pagamentos. Não haveria, portanto, espaço para o exercício de arbítrio pelo Banco, neste rígido e automático sistema de controle da base monetária. Notas eram a base do sistema monetário, e a superestrutura do crédito repousava sobre elas.

A *Banking School* não era otimista a respeito dos efeitos do controle monetário. Acreditava que o rígido controle da base monetária causaria distúrbio econômico. Sua posição realmente evoluiu a partir de elementos da exposição de Thornton durante o debate bulhionista. Thornton deu particular atenção aos efeitos microeconômicos da política monetária, sublinhando o ônus causado pela contração monetária e argumentando que isto revelava um desequilíbrio monetário. Recomendava flexibilidade, com cautela na contração monetária.

A exemplo de Thornton, os membros da *Banking School* tendiam a sublinhar a necessidade do *emprestador em última instância*. A maneira correta de proceder era o exercício de uma *política discricionária* pelo Banco Central sobre a base de uma ampla reserva de ouro.

Pode-se distinguir duas correntes de pensamento entre os economistas clássicos. "Uma, representada, **grosso modo**, por Ricardo e seus seguidores, defendia que tudo funcionaria bem se se encontrasse a forma de que o crédito funcionasse como o fazia o dinheiro metálico. Outra, representada por Thornton e Mill, defendia que o dinheiro creditício devia ser administrado, ainda que fosse difícil (segundo se admitia) administrá-lo ou controlá-lo. Esta é uma diferença importante e que perdura ainda depois de Keynes. quando Milton Friedman disse que deveria haver 'uma regra legal que indicasse à Autoridade Monetária qual deveria ser a taxa de crescimento do estoque de dinheiro', Friedman é um

ricardiano. (...) Porém esta corrente de pensamento ricardiana é só uma parte do pensamento clássico; temos Thornton e Mill para provar o contrário" [77].

A doutrina ricardiana se fez a doutrina oficial. Segundo Hicks, os banqueiros falavam em "ricardiano" em seus discursos. Aos banqueiros caia muito bem aparentar ou inclusive pensar eles mesmos que eram um agente passivo que se ajustava a umas "regras". Nos manuais, o sistema monetário com crédito muito desenvolvido era analisado em termos ricardianos. Entretanto, isto era a teoria; na prática, impôs-se melhor a escola Thornton-Mill. Estritamente, de acordo com os princípios ricardianos, não haveria tido necessidade de desenvolver os bancos centrais. Haveria bastado um *Currency Board* (uma Câmara de Compensação) submetido a alguma regra. Mas, na prática, os bancos centrais se desenvolveram.

O Banco da Inglaterra foi "ricardianizado" no *Bank Charter Act* de 1844, sendo dividido num Departamento de Emissão (o *Currency Board*) e num Departamento Bancário. Esta separação diminuia a margem de manobra do Banco para dispor de todos seus recursos, no momento adequado. Na prática, porém, acabou predominando este último departamento, com suas típicas funções de *apoio*, em desfavor das de *controle*.

2.4.3.3. Teoria dos Juros

O'Brien mostra as fundações da teoria dos juros [78]. A importância da taxa de juros foi reconhecida no século XVII. Locke acreditava que variações na taxa afetavam tanto os negócios quanto o valor da moeda. Nos escritos mercantilistas, a taxa de juros aparece como um *fenômeno puramente monetário*. No tempo de Hume e Smith, houve a insistência de que a taxa de juros era um *fenômeno real*. Thornton e Ricardo insistiram também que havia uma *taxa de juros real*, que poderia ser identificada como lucratividade marginal. Para eles, variações na *taxa de mercado* deveriam equalizá-la, em última instância, com a *taxa real*. Thornton apontou que a diferenciação entre a taxa real e a monetária tinha importantes implicações para a política do Banco Central. Não haveria limite para o montante que o Banco poderia emprestar se a *taxa monetária* fosse menor que a *taxa real*. Ele também distinguiu entre a taxa de juros *nominal* e a *deflacionada*, e expressou a visão que taxas nominais ajustar-se-ão, durante inflação persistente, para cobrir a perda do principal.

"Reencontrar-se-á, permanentemente, através da história do pensamento monetário, esta clivagem entre aqueles que julgam a 'taxa de juros natural' mais flutuante que a 'taxa de juros de mercado' (**grosso modo**, a *Currency School* e seus descendentes), e aqueles que têm a crença inversa (a *Banking School*).

---

[77] HICKS; op. cit.; p. 196/7.

[78] O'BRIEN; op. cit.; p. 24.

Uma regulação monetária quantitativista, aceitável na primeira hipótese, deve ser proscrita na segunda" [79].

Escritores tanto da *Banking School* quanto da *Currency School* trataram a *taxa de juros natural* como o lucro líquido sobre o capital, após a reserva para cobrir risco. A *taxa de mercado* flutuava em torno da *taxa natural*, que era determinada pela interseção da demanda por fundos para investimentos e a oferta de tais fundos. Uma vez que o investimento tivesse sido realizado, entretanto, ele cessava de afetar a taxa de juros diretamente. Mas a *taxa de juros de mercado* era, no curto prazo, um fenômeno monetário. Era reconhecido que variações na oferta de moeda podiam temporariamente afetar a taxa de juros.

Mill, particularmente, argumentou que a taxa de juros equalizaria a oferta e a demanda por empréstimos. A disposição individual em fazer empréstimos com seus fundos disponíveis variava com a atividade. A demanda por saldos ("preferência por liquidez") variava com o ciclo.

Tratando da operação da *taxa bancária básica*, a influência do Banco Central foi tratada referente à *de mercado* nominal de curto prazo. O Banco poderia dar sinal de perigo elevando a taxa, então induzindo banqueiros a racionar crédito, tendo em vista fortalecer a liquidez. Contrariamente, uma muita baixa taxa de juros podia gerar um estado de crédito frouxo que sancionaria preços crescentes, o que, por sua vez, estimularia mais demanda por empréstimos, em antecipação à inflação.

2.4.3.4. Teoria do Crédito

Ainda hoje, a maioria dos livros-textos sobre "Moeda & Bancos" começa com a análise de um estado de coisas em que a moeda de curso forçado é o único meio de pagamentos e de empréstimos. Não se destaca, de início, o vasto sistema de créditos e débitos, de direitos e obrigações, pelo qual a sociedade capitalista contrata seus negócios. Somente mais adiante se introduz a moeda-bancária ou creditícia, que age como substituta da moeda de curso forçado. No entanto, esta não é deixada de ser mostrada com um papel fundamental na imagem teórica da estrutura financeira, mesmo quando na prática pouco fica deste papel fundamental.

Historicamente, este método de construir a análise da moeda, do meio circulante e do sistema bancário é justificável, como mostra Schumpeter [80]. Na medida em que a estrutura de crédito foi se desenvolvendo, o arcabouço jurídico era dirigido no sentido de uma perfeita distinção entre a moeda, como o padrão

---

[79] LEVY-GARBOUA, V. & MAAREK, G., Les paradigmes monétaires: Keynes, Friedman et les autres. Economie Appliquée, Tome XXXV, n. 4, pp. 599-642, 1982. p. 611.

[80] SCHUMPETER; op. cit.; pp. 412-418.

legal de pagamentos, e o instrumento do crédito, que compreendia um direito sobre a moeda. Schumpeter lembra que, em sua maioria, os economistas não eram homens de negócios, mas sim juristas. Acha, porém, que poderia ter sido mais útil começar com as transações de crédito da realidade, para encarar as finanças capitalistas como um sistema de compensação que cancelava direitos e obrigações e transferia diferenças, de forma que os pagamentos "em moeda" só apareciam residualmente. Nas palavras de Schumpeter: "prática e analiticamente, uma *teoria creditícia da moeda* é, possivelmente, preferível a uma *teoria monetária do crédito*".

Os principais autores ingleses - de Thornton a Mill -, na primeira metade do século XIX, exploraram a economia creditícia. Ao fazer isto, realizaram descobertas que constituem suas principais contribuições para a análise monetária. No entanto, na opinião de Schumpeter, não chegaram a construir uma *teoria creditícia sistemática da moeda*, acabando por se apegarem à *teoria monetária do crédito*. Esta, desenvolvendo a teoria da rede de pagamentos através de créditos a partir do caso dos pagamentos em espécie, atribui à moeda de curso forçado uma posição *logicamente* privilegiada. Distingue-se, portanto, da análise que coloca a moeda e os depósitos, *essencialmente*, no mesmo pé de igualdade teórica.

A diferença jurídica entre o poder liberatório do meio circulante oficial e o de outros instrumentos de crédito marcava a mentalidade legal. "E é por isso que a percepção de Thornton do fato de que diferentes meios de pagamentos podem, num certo nível de abstração, ser tratados como essencialmente semelhantes, foi uma grande realização analítica, pois o simples profissional, de um modo geral, ficará mais impressionado pelas diferenças técnicas do que pelas semelhanças fundamentais" [81].

No entanto, as opiniões opostas sempre encontraram defensores. Alguns escritores - p. ex., Tooke - negaram veementemente que o crédito agia sobre os preços. Mill (Livro II, cap. 12, 1o. parágrafo) afirmou, pelo contrário, que era o crédito que agia sobre os preços e não as notas bancárias, os títulos e os cheques. Ele queria dizer que o poder aquisitivo de um indivíduo não era integralmente representado pelo montante de instrumentos de crédito realmente (efetivamente) utilizados em pagamentos, mas pelo montante total que um indivíduo poderia dominar se desejasse, isto é, pelo crédito *potencial*.

A *taxa de empréstimo do mercado monetário* era, para Smith, simplesmente a sombra da *taxa de lucro sobre o capital real*. Isto continuou a opinião dominante por todo o século XIX (inclusive foi a opinião de Ricardo), até a contribuição teórica de Wicksell superá-la. As contribuições de Thornton para o problema da relação entre moeda, preço e taxa de juros real foram amplamente esquecidas.

---

[81] SCHUMPETER; op. cit.; p. 414.

Thornton apresentou todos os fundamentos de uma completa análise do mercado para fundos emprestáveis, que gira em torno do *teorema do equilíbrio fundamental*: a de que a taxa de empréstimos (*juros monetários*) tende a ser igual aos *lucros marginais esperados* dos investimentos. "O equilíbrio do teorema de Thornton é instável: um incremento nos empréstimos além do montante de equilíbrio, eventualmente, resultará numa elevação dos preços e, se a taxa de juros continuar a ser mantida em seu nível antigo (o nível que induziu a primeira expansão), empréstimos adicionais continuarão a ser lucrativos ao novo nível de preços; uma expansão posterior do crédito se seguirá, e assim por diante, sem qualquer limite definível, e teremos o *Processo Cumulativo Wickselliano*" [82].

O processo inflacionário descrito por Thornton pressupunha uma expansão *não compensada* de empréstimos. Se o incremento nos empréstimos fosse compensado, p. ex., pela chamada "poupança", não daria início àquele processo. No entanto, deixou de estabelecer explicitamente a condição de equilíbrio *estável* no mercado de fundos emprestáveis. Em 1898, Wicksell formulou-a, afirmando que os empréstimos deveriam ser iguais às "poupanças voluntárias" do público.

Entretanto, Thornton compreendeu a *não-neutralidade da moeda*, em relação à produção, porque dizia que os empréstimos bancários que se acresciam aos meios de pagamentos podiam estimular a produção, ao invés de elevar os preços, se incidissem sobre um economia com desemprego. Depois de atingido o pleno emprego, a expansão do crédito podia ainda ter algum *efeito sobre a produção*, embora Thornton demonstrasse que este efeito seria menor que o *efeito inflacionário*. Se algumas rendas monetárias não se elevassem concomitantemente com os preços, seus receptores podiam ser forçados a reduzir suas compras de bens e serviços, isto é, realizar um tipo de "poupança involuntária", que podia aumentar o capital real. Assim, na opinião de Schumpeter, Thornton antecipou a doutrina de Wicksell da *Poupança Forçada*.

"Ricardo fez ouvidos moucos à sugestão de Thornton e ficou a repetir inúmeras vezes (...) que o capital 'fictício' não pode estimular a indústria, que o capital só pode ser criado pela poupança e não pelas operações bancárias (...). Ricardo foi um prisioneiro de idéias pré-concebidas. Nesse caso, ela alçou as suas cores no mastro de uma rígida teoria quantitativa. A teoria quantitativa implica em que não haja relação entre a quantidade de 'moeda' e a produção. E ele simplesmente não admitiria que pudesse haver uma relação qualquer, no final das contas" [83].

Schumpeter defende a *tese da antecipação* de Thornton em relação a Wicksell. "Os principais economistas praticamente esqueceram tudo sobre 'a criação de depósitos adicionais' e sobre 'poupanças forçadas', tanto assim que que olharam com desconfiança para a *redescoberta* dos mesmos feita por Wicksell: tomando emprestado uma expressão usada por Lorde Keynes com

---

82 SCHUMPETER; op. cit.; p. 416.

83 SCHUMPETER; op. cit.; p. 417/8.

relação a outro assunto, estas noções, tão obviamente importantes e realistas, viveram, de cerca de 1850 a 1898, uma vida dúbia no submundo econômico - outra lição sobre os caminhos da mente humana!".

2.4.4. **Postulado da Não-neutralidade**

Viu-se que velocidade de circulação da moeda estável certamente não foi uma hipótese geral, assim como houve uma visão alternativa a respeito da causalidade da moeda, com sentido direcional diverso, a moeda sendo vista como *sancionadora* ou *validadora* das decisões tomadas. Muitos escritores, especialmente da *Banking School*, também viram uma oferta da moeda determinada endogenamente pela demanda. Por fim, ver-se-á que, embora a moeda tenha sido frequentemente vista como *neutra*, sua caracterização como um *fenômeno real* tem perspectiva histórica.

Apesar da Teoria Quantitativa da Moeda possuir raizes no século XVI, pelo menos desde o século XVIII é possível encontrar autores que mostraram *efeitos reais* provocados por variações na oferta da moeda. Por exemplo, David Hume, em 1752, enfatizou que essas variações estimulavam tanto o produto quanto o emprego, com o aumento da margem de lucro. Esta discussão foi endossada por Thornton, que viu variações na oferta da moeda afetando emprego, consumo e investimento, assim como produzindo inflação, por causa da limitada elasticidade da oferta agregada. Porém, mais de um século se passou com o predomínio da visão da *moeda neutra*, exceto - para algumas correntes de pensamento - no curto prazo, quando afetaria o produto e o emprego. Mas, segundo O'Brien, na *General Theory* (1936) de Keynes, "encontramos uma discussão dos efeitos das variações da oferta da moeda sobre o preço, a renda e o emprego, com admissão de elasticidades variantes, em linha similar àquela de Thornton" [84].

2.4.4.1. Mecanismos de Transmissão dos Efeitos da Moeda

A análise da transmissão nos escritos clássicos é complexa, de acordo com O'Brien, pois contém tanto os mecanismos *diretos* quanto os *indiretos* dos modernos livros-textos. Hume, Cantillon e Ricardo enfatizaram o *mecanismo direto*, mas mesmo em seus trabalhos encontramos o *mecanismo indireto*. O membro líder da *Currency School*, Overstone, enfatizou o *mecanismo indireto* e assegurou que não havia conexão simples entre oferta monetária e nível de preços, os efeitos das variações na oferta da moeda dependendo principalmente se fossem pro- ou anti-ciclo. Em membros da *Banking School*, a ênfase sobre o *mecanismo indireto* foi superior.

---

[84] O'BRIEN; op. cit.; p. 29.

O *mecanismo indireto* está claramente presente no trabalho de Thornton. Entretanto, Beaugrand adverte que "fazer de Thornton o teórico da *moeda não-neutra*, o analista dos *mercados em desequilíbrio*, etc., é o interpretar de maneira exageradamente retrospectiva. Não se pode conceber a não-neutralidade da moeda sem referência a uma situação onde ela seria neutra, nem o desequilíbrio sem comparação com o equilíbrio!" [85].

Thornton não concebia uma "economia monetária sem moeda", nem imaginava que se poderia suprimir da *economia de crédito* a moeda creditícia. A influência desta sobre a produção e o emprego era considerável. O crédito (dependente da confiança) era visto como um aspecto fundamental da vida econômica. Thornton não limitou suas observações sobre o papel do *paper credit* às situações específicas de deflação ou de inflação. Pelo contrário, achava que o sistema bancário permitiu aumentar o capital produtivo - apreendido sob o ângulo monetário - do Reino Unido. Apresentou uma visão analítica completa e coerente da economia monetária, com referências à rigidez dos salários e ao movimento dos estoques. "Thornton é assim um dos primeiros a ter estudado de maneira compreensível os problemas (monetários) do 'ciclo' econômico" [86].

2.4.4.2. Ciclo Monetário em Mill

No Livro III, Capítulo XXIV, de seu *Principles*, Mill expõe sua versão do ciclo monetário, fortemente influenciada por Tooke e Fullarton, da *Banking School*. Antes, como contraponto, apresenta brevemente a natureza da teoria na qual a lei de Sir Robert Peel, de 1844, se baseia, examinando os fundamentos dessa teoria quantitativa.

Comenta que muitos acreditam que os bancos emissores de moeda, em geral, ou o *Bank of England*, em particular, têm o poder de jogar arbitrariamente suas notas bancárias na circulação, e com isso elevar os preços. "A teoria monetária não foi levada a esse extremo pelos eminentes economistas políticos que subscreveram uma versão mais moderada da mesma teoria. Entretanto, não exagerei o disparate da versão popular; esta constitui, aliás, um exemplo notável dos extremos aos quais uma teoria favorita pode conduzir rapidamente não os estudiosos de gabinete, cuja competência em tais questões é muitas vezes tratada com tanto desprezo, mas pessoas do mundo de negócios, que se vangloriam do conhecimento prático que tiveram, no mínimo, amplas oportunidades de adquirir" [87].

Não somente essa "idéia fixa" da moeda como agente primário nas flutuações de preço, segundo Mill, fez os homens de negócios fecharem os olhos

---

85 BEAUGRAND; op. cit.; p. 59.
86 BEAUGRAND; op. cit.; p. 60.
87 MILL; op. cit.; pp. 177/8.

à *infinidade de circunstâncias* que, por influenciarem a expectativa de oferta, são as verdadeiras causas de quase todas as especulações e de quase todas as flutuações de preços. Além disso, a fim de estabelecer a *concordância cronológica*, exigida pela sua teoria, entre as variações das emissões bancárias e os preços, essas pessoas arquitetaram manipulações fantásticas de fatos e dados.

Mill cita o *History of Prices* de Tooke: "Do ponto de vista dos fatos, e sob o prisma histórico, no período abarcado pelas minhas pesquisas, devo atestar que em todos os casos notáveis em que houve aumento ou queda de preços, esse aumento ou queda foi anterior a um aumento ou a uma diminuição da circulação bancária e portanto não pode ter sido efeito desse aumento ou diminuição".

Os disparates dos teóricos quantitativistas da moeda, ainda segundo Mill, fizeram surgir, por reação, uma teoria que é o extremo oposto da primeira, sendo os representantes mais destacados dela, ao nível da discussão científica, Tooke e Fullarton. Essa *contra-teoria* nega às notas bancárias, enquanto se mantiver a sua conversibilidade, qualquer poder de aumentar preços, e aos bancos qualquer poder de aumentar a circulação das mesmas, a não ser como consequência de um aumento dos negócios a serem feitos, e em proporção a eles.

Partindo dessas premissas, Tooke e Fullarton argumentaram que as emissões bancárias, pelo fato de seu montante só poder aumentar se houver um aumento de demanda (sugerindo uma endogeneidade da moeda), (a) não têm possibilidade de gerar aumento de preços, (b) não têm condições de estimular a especulação nem de gerar uma crise comercial; e, portanto, (c) a tentativa de precaver-se contra esse mal, regulamentando artificialmente a emissão de notas bancárias, não surte efeito algum para a finalidade visada, podendo produzir outras consequências extremamente calamitosas. Mill acredita que essa teoria "encerra grande parte da verdade, estando muito mais próxima da verdade total do que qualquer outra versão da teoria monetária" [88]

Duas são as situações possíveis dos mercados: a primeira pode ser chamada de *estado de calma*, a outra de *estado de expectativa*, ou *de especulação*. O *estado de calma* é aquele em que nada há que tenda a engendrar, em alguma porção considerável do público comercial, desejo de ampliar suas operações. Nesta situação, a quantidade extra de notas emitidas não permanecerá em circulação. Se a pessoa a quem essas notas pagam, depois de terem sido emprestadas, não tem pagamentos extras a fazer, não tem uma necessidade especial, portanto, guardará essas notas sem utilizá-las, ou as depositará em banco, ou então pagará com elas um empréstimo anterior, que lhe foi concedido por algum banco. Em qualquer hipótese, não comprará mercadorias com elas, já que não há nada que o induza a estocar mais mercadorias do que antes. Neste caso, portanto, os bancos não podem aumentar arbitrariamente o

[88] MILL; op. cit.; p. 179.

meio circulante geral, nem oferecendo empréstimos abaixo da taxa de juros de mercado. Quaisquer emissões de notas supérfluas refluirão aos bancos ou permanecerão ociosas nas mãos do público, não havendo condições para um aumento de preços.

Há, porém, outra situação dos mercados - *estado de especulação* -, abertamente contrastante com a descrita, não sendo tão óbvio, para Mill, que a teoria de Tooke e Fullarton seja aplicável nesse caso. É quando prevalece uma expectativa - fundada ou infundada - de que a oferta de um ou mais artigos importantes do comércio tem probabilidade de ficar aquém do consumo normal. Nessas circunstâncias, todas as pessoas que lidam com esses artigos desejam ampliar suas operações, seja produzindo, seja importando, para acumular estoque e tirar lucro do esperado aumento do preço. Os detentores da mercadoria desejam empréstimos adicionais, para poderem continuar a segurá-la. Em tais casos de expectativas de lucro acima do normal, os homens de negócios desejam utilizar seu crédito como poder de compra com intensidade acima do normal. Trata-se de uma conjuntura comercial que, se levada ao extremo, provoca a reviravolta que se chama de *crise comercial*. Tais épocas de especulação acarretam, durante algum período, notável aumento de notas bancárias.

A isso, porém, Tooke e Fullarton respondem que o aumento de circulação sempre vem depois do aumento dos preços, e não antes, sendo, portanto, *efeito* desse aumento, e *não causa* dele. Mill concorda que, durante o período ascendente da especulação, e enquanto a especulação estiver limitada a transações entre distribuidores, é raro aumentar substancialmente as emissões de notas bancárias, e em nada contribuem para o aumento especulativo dos preços. Parece a Mill, porém, que isto não mais se pode afirmar quando a especulação avançou até o ponto de atingir os produtores. Os empréstimos adicionais, para reter estoques por motivos especulativos, acabam transitando pelos vários canais do comércio varejista, onde passam a produzir diretamente ulterior aumento dos preços.

Além dessa, há outra forma de sua instrumentabilidade inflacionária, que entra em jogo nos últimos estágios da especulação. Quando os empréstimos bancários são amplamente procurados por especuladores sem êxito, para segurar as mercadorias. Entre o período ascendente da especulação e a reviravolta, há um intervalo, que é de luta contra a queda dos preços. Uma vez que a maré dá sinais de inverter-se, os especuladores que seguram as mercadorias resistem a vender num mercado declinante, e nesse meio termo precisam de fundos para poderem cumprir até mesmo seus compromissos normais.

Mill pensa que deve-se admitir que o aumento das notas bancárias em circulação, nesse período, tende a prolongar a duração das especulações. Possibilita manter os preços especulativos por algum tempo além daquele em que, de outra forma, teriam caido. Caberia aí, portanto, evitar esse retardamento do recuo dos preços, via regulação do crédito.

2.5. SUMÁRIO

Para concluir, é útil um breve esquema - baseado em Humphrey [89] - dos argumentos contra a Teoria Quantitativa da Moeda, usados nas controvérsias monetárias do século XIX.

Em síntese, dois argumentos podem ser identificados na *posição antibulhionista*:

1) **a rejeição de uma explanação *monetária* em favor de uma *não monetária* do distúrbio econômico**.

a) os crescimentos nos preços do ouro e do câmbio externo eram devidos a um balanço de pagamento desfavorável, derivado de causas não-monetárias, notavelmente quebras de safras e pesados gastos militares externos.

b) a excessiva criação monetária não era a causa de saída de ouro e suspensão da convertibilidade.

c) a mera contração da emissão de notas não seria suficiente para permitir equilíbrio do balanço de pagamentos.

d) a redução das importações e encurtamento de gastos bélicos externos foram pré-requesitos essenciais para a restauração do padrão ouro.

2) **a impossibilidade de permanecer um excesso de oferta de moeda, que justifica a pressão de alta dos preços.**

a) exatamente o montante correto de moeda e crédito seria criado, se empréstimos bancários fossem feitos somente para propósitos produtivos (não especulativos).

c) emissões excessivas eram impossíveis, na medida em que as obrigações em notas do banco fossem lastreadas em papéis comerciais, i.e, fossem emitidas somente para financiar a produção e o comércio genuinos.

d) o critério *real bills* asseguraria que o volume de moeda circulante se adaptaria automaticamente às necessidades das transações: notas bancárias emitidas para financiar a produção de bens seriam extintas, quando os bens fossem comercializados, e os *real bills* retirados (empréstimos pagos), com as vendas realizadas.

Numa Teoria Alternativa da Moeda, mantém-se as noções contra a Teoria Quantitativa da Moeda de que:

---

[89] HUMPHREY, T. H.. The Quantity Theory of Money: Its Historical Evolution and Role in Policy Debates. Economic Review. May/june 1974. **tb. in** CHRYSTAL, K. A. (ed.). Monetarism I. London, Edward Elgar, 1990.

1) **distúrbios econômicos que derivam de *causas não-monetárias* requerem *curas não-monetárias*.**

2) **o estoque de moeda é determinado por sua demanda e, portanto, não pode ter influência independente sobre gastos e preços.**

Os analistas da *Banking School* inverteram a validade virtualmente de todas as proposições da Teoria Quantitativa da Moeda. **Variações na oferta de moeda ou do crédito não poderiam influenciar gastos e preços**, por duas razões:

1) a nova moeda poderia simplesmente ser absorvida em *saldos ociosos*, portanto, sem entrar na corrente de gastos.

2) a oferta de moeda, determinada por *necessidades das transações*, nunca poderia exceder a demanda.

O primeiro ponto foi trazido na *discussão das reservas de ouro*. O impacto do fluxo de entrada ou saída ouro seria absorvido pelos entesouramentos (ou desentesouramentos) sem afetar o montante efetivo de moeda em circulação, não tendo efeito, portanto, sobre a circulação monetária ou o volume de gastos.

O segundo ponto foi retirado na discussão da *Banking School* sobre a *doutrina real bills* e a *lei de refluxo*. Se notas fossem emitidas em excesso em relação às necessidades legítimas de capital de giro, o público não desejaria possuir o excesso de notas e deveria depositá-lo, usá-lo para reembolsar os empréstimos bancários, ou resgatá-lo em espécie. Em qualquer caso, o excesso de notas retornaria imediatamente para os bancos.

Em sua oposição à Teoria Quantitativa da Moeda, a *Banking School* sugeriu uma *teoria não-monetária do nível de preços*. Nela, **o nível geral de preços seria determinado pelos *gastos*, cujas fontes seriam as *rendas* (salários, aluguéis, lucros,etc.), e não pela *quantidade da moeda***:

1) ligou a inflação a algum elemento não-monetário arbitrário no quadro institucional, p.ex., aumento autônomo na renda salarial, estrangulamento da produção, inelasticidades de ofertas particulares, rigidez administrada de preços, etc..

2) enfatizou o papel inflacionário da luta competitiva por aumento das participações relativas na renda nacional.

3) variações nas antecipações dos lucros também eram mencionadas frequentemente, enfatizando sua natureza não-monetária.

A *Banking School* também questionou a visão da teoria quantitativa, em que a moeda aparecia como uma variável *independente* ou *exógena*: **o estoque de**

moeda e crédito era uma variável *dependente*, *endógena* e *determinada pela demanda* - o *efeito*, *não a causa* das variações de preços.

Contrariamente à alegação de que o canal de influência ocorria da moeda para os preços, a *Banking School* argumentou que **o *canal de causação* ocorria em direção oposta.** Isto é, quando preços, renda monetária total e demanda agregada fossem aumentados, a demanda por empréstimos cresceria e o sistema bancário acomodaria (ou não) o acréscimo na demanda de empréstimos, ofertando crédito adicional e meios circulantes. Na determinação do volume de moeda em estoque, o público não-bancário (tomador de empréstimos) teria o *papel ativo* - porque tomaria as decisões cruciais de gastos - e os bancos (ofertantes de moeda) assumiriam o *papel passivo* ou acomodador.

Implícitas, na visão da *Banking School* de *moeda endógena,* estão três proposições anti-Teoria Quantitativa da Moeda:

1) **o chamado *argumento causação-reversa*: variações na atividade econômica precedem e causam variações na oferta de moeda.**

2) **a oferta do meio circulante não é independente da sua demanda.**

3) **o banco central não controla ativamente a oferta de moeda mas, em vez disso, acomoda ou responde a variações antecedentes na demanda por moeda.**

Quanto ao *problema da moeda e seus substitutos*, as lições da *Banking School*, para a proposição do *Postulado da Endogeneidade* de uma Teoria Alternativa da Moeda, foram:

1) controlar a moeda não implica controle dos seus substitutos.

2) colocar ênfase sobre a estrutura total de crédito, e não somente sobre a oferta de moeda definida restritamente.

3) não tem sucesso a tentativa de traçar uma nítida e longa linha entre moeda e quase-moedas.

4) a pronta disponibilidade de depósitos bancários, títulos comerciais, e outras formas de instrumentos de crédito, que podem circular em lugar da moeda, frustra os esforços de controlar toda a superestrutura de crédito, via controle da base da nota bancária.

5) o volume de crédito que pode se criar sobre uma dada base monetária é amplo, variável, e imprevisível.

6) o volume total de crédito é independente do estoque monetário, assim como mais significativo quantitativamente.

Aparece, então, mais duas noções anti-Teoria Quantitativa da Moeda:

1) **a dificuldade de fazer uma inequívoca distinção entre moeda e quase-moedas.**

2) **a inefetividade da tentativa política de estabilizar preços via controle do estoque de moeda, em um sistema financeiro que pode produzir infinitos arranjos de substitutos de moeda.**

As visões contra-Teoria Quantitativa da Moeda da *Banking School* influenciaram fortemente suas posições sobre três importantes *questões políticas.*

1) **sobre a questão bancos liberados ou regulados**:

a) defesa de mais transações livres e menos regulações nos bancos.

b) a quantidade de moeda e crédito melhor se autogoverna, automaticamente, através da força dos próprios interesses dos agentes econômicos.

c) se a oferta de moeda é determinada pelas necessidades transacionais e é automaticamente regulada pelo *mecanismo de refluxo*, não há necessidade de intervenção sob forma de legislação governamental.

2) **sobre a questão de regras versus arbítrio no controle da oferta monetária:**

a) a favor do julgamento discricionário dos banqueiros como opostos às regras do governo.

b) os bancos não devem ser constrangidos por uma regra rígida, porque a quantidade ótima de moeda é atingida automaticamente se os próprios bancos regulam seus compromissos em notas e depósitos, respondendo às necessidades transacionais.

3) **sobre a questão da racionalidade da política monetária**, as tentativas de regular preços via controle monetário são fúteis e inúteis, pelas seguintes razões:

a) a oferta de moeda (especialmente seu componente em moeda bancária) é uma variável endógena, não sujeita ao controle exógeno.

b) mesmo que a estrita oferta monetária pudesse ser controlada, o total de moeda creditícia em circulação, de magnitude muito maior, que é intercambiável por moeda, não pode ser também controlada.

c) propor regulação do nível de preços via controle da moeda e do crédito é inverter a ordem causal, pois são preços que determinam a quantidade de moeda e crédito, e não vice-versa.

CAPÍTULO 3

ESCOLA SUECA

"A Economia, como a Teologia, e aproximadamente pelas mesmas razões, tem até agora deixado de chegar a resultados geralmente aceitos. Não podemos mencionar uma só doutrina que não seja manifestamente contraditada pelo ponto-de-vista diametralmente oposto, também formulado como verdade científica por autores de boa reputação. (....) A história da ciência é uma narrativa de controvérsias científicas. Em outras disciplinas uma tal guerra de idéias geralmente conduz a algum resultado definitivo. (...) Em Economia, ao contrário, todas as teorias vivem persistentemente" [90].

3.1. INTRODUÇÃO

A macroeconomia apresenta o resultado global da pluralidade das decisões individuais analisadas na microeconomia. A teoria microeconômica convencional - a teoria do valor em sua forma de equilíbrio geral - é a *teoria do êxito garantido.* A teoria macroeconômica, em sua vertente keynesiana, considera *o êxito como um resultado meramente possível e transitório.* A macroeconomia necessariamente completa a microeconomia, pois a teoria do valor explica unicamente os preços relativos, ou seja, as taxas de intercâmbio mútuo dos bens. No entanto, não se pode explicar o valor de troca do dinheiro com essa teoria do valor, pois se entra em circularidade de idéias: o valor subjetivo, que se dá ao dinheiro, é o próprio poder aquisitivo, que é seu valor de troca...

Haveria algum princípio que governa aos preços em dinheiro, de maneira que todos tendem a mover-se na mesma direção, independentemente dos preços relativos? "Desta pergunta nasceram as teorias do dinheiro, que dependeram, em sua forma de *Teoria da Quantidade*, de alguma suposição concernente ao tamanho do fluxo de bens reais que se adiantava para ser trocada por dinheiro"[91].

---

90 Preleção inaugural de Wicksell, na Universidade de Lund, citado por: MYRDAL, Gunnar. Aspecto Político no Desenvolvimento da Teoria Econômica. RJ, Zahar, 1962. p. 16

91 SHACKLE, G. L. S.. Epistemica y Economia (Critica de las Doctrinas económicas). Mexico, Fondo de Cultura Economica, 1976. p. 353.

A teoria monetária tomou uma forma em que não se atribuia ao dinheiro nenhuma influência no tamanho do fluxo da produção de bens reais, em geral, mas sim que convertia esse fluxo numa variável que pertencia à teoria do valor, pois esta *teoria do êxito natural* considerava a plena ocupação da capacidade produtiva. Entretanto, este divórcio completo dos assuntos monetários com relação aos da produção e troca de bens reais, foi considerado insatisfatório. Nem a todos economistas - pelo menos a um sueco - lhes parecia bem que a teoria do dinheiro e a teoria do valor fossem questões mutuamente independentes e carentes de relação entre si. Knut Wicksell, em sua obra intitulada *Juros e Preços*, em 1898, tratou de unificar a explicação oferecida pela teoria econômica dos preços dos bens em termos uns dos outros e dos preços dos bens em termos de dinheiro.

É possível a distinção, na herança teórica sobre a moeda, entre a tradição neo-walrasiana e a wickselliana [92]. No *modelo neo-walrasiano*, não é essencial incorporar a moeda à análise. Não se encontra um papel para a moeda, pois é um modelo de troca perfeita. Para os neo-walrasianos, as informações dadas pelo contexto (disponibilidade de recursos e comportamentos de outros agentes) são divulgadas via vetor de preços. O modelo de equilíbrio geral, através de variações de preços relativos, iguala a demanda à oferta em todos os mercados, resolvendo o problema de coordenação, em economias descentralizadas, via mercado.

Neste capítulo, analisa-se os fundamentos wicksellianos sobre os quais se erguem postulados de uma Teoria Alternativa da Moeda. Especialmente, examina-se como estão relacionados ao *mecanismo de transmissão indireto*, através da relação entre taxa de juros e preços, no *processo cumulativo*, e ao *método dinâmico* de análise, através dos conceitos *ex-ante* e *ex-post*, da Escola Sueca. Inicialmente, enfoca-se a contribuição de Wicksell. Posteriormente, a da chamada *Escola de Estocolmo.*

3.2. KNUT WICKSELL (1851-1926)

3.2.1. Perfil da Obra

Schumpeter refere-se a Wicksell como o "Marshall nórdico, cujo trabalho é um dos fatores mais importantes na conjuntura da economia contemporânea, e não apenas da economia sueca. Nenhum intelecto brilhante, nem caráter mais elevado jamais abrilhantou a nossa ciência. Se a profundeza e a originalidade de seu pensamento não se destacam mais claramente, é devido apenas à sua afável modéstia, que o levou a apresentar as novidades - com um pouco de hesitação -

---

92 ROGERS, Colin. Money, Interest and Capital: A Study in the Foundations of Monetary Theory. Cambridge University Press, 1989. Cap. 1 a 3.

como pequenas contribuições para a melhoria de partes do instrumental existente, e à sua admirável honestidade, que incessantemente citava seus antecessores, Walras, Menger e Böhm-Bawerk, embora pudesse, com muito mais justificação do que outros, ter apresentado o seu sistema de análise como criação substancialmente sua" [93].

Somente no fim da década de 1920 e princípio da de 1930 (após sua morte em 1926) que Wicksell ganhou reputação internacional, quando começou a ser sabido no mundo profissional que ele tinha, em grande parte, se antecipado no que há de mais valioso nas teorias modernas de moeda e de juros. Sua primeira publicação sobre teoria econômica, em 1893, é o trabalho de um homem maduro de 42 anos. Na opinião de Schumpeter, "nenhum estudante de economia terá completado a sua formação se não leu o livro inteiro [de Wicksell, *Lições de Economia Política*]" [94].

O mais ambicioso livro de Keynes, segundo Schumpeter, *Tratado sobre Moeda* (1930), "pode ser descrito como desenvolvimento (embora também se afaste) de linhas marshallianas e wicksellianas - os elementos wicksellianos foram redescobertos, todavia, e não tirados de Wicksell" [95].

Os discípulos suecos jamais deixaram de apresentar-se como wicksellianos, mesmo quando o criticaram e o ultrapassaram. Os trabalhos da chamada *Escola de Estocolmo* - composta, entre outros, por Myrdal, Lindahl, Ohlin, Lundberg - representam o desenvolvimento pós-wickselliano. "É fato digno de menção, numa história da análise econômica, que até há uns dez anos **este desenvolvimento efetuou-se paralelamente, e sob alguns aspectos antecipou-se aos ingleses (keynesianos)**, sem se tornar conhecido dos economistas ingleses. Resultaram daí, naturalmente, alguns protestos platônicos e também algumas discussões sobre os métodos relativos das duas correntes de pensamento" [96].

Wicksell fez uma significativa contribuição à Economia colocando uma "ponte" para atravessar o abismo entre a teoria dos preços e a teoria da moeda. Mas também em sua obra a teoria do capital encontrou a teoria monetária, quebrando a barreira entre as duas. Talvez seja Ohlin o que tenha melhor sintetizado o **insight** propiciado por seus trabalhos: "por sua brilhante hipótese de um sistema de crédito puro, **ele escapou com sucesso da tirania cujo conceito 'quantidade de moeda' exerceu até recentemente na teoria monetária**" [97].

---

93 SCHUMPETER, Joseph. História da Análise Econômica. RJ, Fundo de Cultura, 1964 (original de 1954). p. 134.

94 idem; ibidem; p. 135.

95 idem; ibidem; p. 391.

96 idem; ibidem; p. 392. (grifo meu, F.N.C.).

97 **apud** UHR, Carl G. **in** Bo Sandelin (ed.). The History of Swedish Economic Thought. London/NY, Routledge, 1991. p. 89. (grifo meu, F.N.C.).

Wicksell retomou as conclusões das pesquisas de Thomas Tooke sobre os movimentos do nível geral dos preços, no século XIX, na Inglaterra. Suas descobertas contradiziam a interpretação geral sobre as relações entre esses movimentos e os níveis das taxas de juros, baseada na Teoria Quantitativa da Moeda. De acordo com essa interpretação, um aumento na quantidade de moeda, *ceteris paribus*, não só elevaria os preços em geral aproximadamente na proporção da expansão monetária, mas também reduziria as taxas de juros, desde que a oferta de fundos emprestáveis tivesse aumentado sem um equivalente crescimento em sua demanda.

Os dados de Tooke mostraram que períodos de preços crescentes e elevados investimentos são períodos de altas e crescentes taxas de juros. Seus estudos também revelaram que preços crescentes - i.e, um aumento no nível geral dos preços - geralmente precedem qualquer significante acréscimo na quantidade da moeda. Então, é a última que se ajusta ao primeiro, mais do que o inverso. Esse crescimento é acompanhado por ascendentes, e não cadentes, taxas de juros.

A referência às pesquisas de um dos principais autores da *Banking School* não significa que Wicksell rejeitou a Teoria Quantitativa da Moeda. Isto está dito com suas próprias palavras: "a única teoria específica de valor monetário proposta, e talvez a única que também tenha verdadeira importância científica, é a teoria quantitativa, segundo a qual o valor ou o poder aquisitivo do dinheiro varia em proporção inversa à quantidade" [98].

Ele, no entanto, tinha consciência das limitações dessa teoria. Afirmou que só gradualmente - a longo prazo - o excesso ou escassez de caixa produziria um aumento da demanda (ou diminuição da oferta) de bens, ou vice-versa. Achava que **os conceitos de oferta e procura não tinham aplicação direta ao dinheiro**. "Todos os que consideram que a velocidade de circulação ou o uso dos meios de créditos como substitutos do dinheiro se regulam automaticamente de acordo com as necessidades da rotatividade logicamente rejeitarão as conclusões da teoria quantitativa *a limine*. Observaremos que a polêmica está concentrada neste ponto: se a velocidade de circulação monetária tem uma significação *autonôma* ou simplesmente *sintomática* para o sistema monetário, porque a quantidade de dinheiro, multiplicada pela velocidade de circulação - tomando-se esta última em seu sentido mais amplo - sempre coincidirá com o valor total de bens e serviços que circularam graças ao dinheiro, durante determinado período de tempo (por exemplo, um ano), e assim não é uma teoria e sim um *axioma*" [99].

A Teoria Quantitativa da Moeda, devido a todos esses fatores pertubadores, não poderia dar diretrizes práticas para examinar os sistemas monetários atuais. Mas, para invalidá-la completamente, necessita-se de algo mais, a saber,

---

98 WICKSELL, Knut. Lições de Economia Política. SP, Nova Cultural, 1986. [original de 1911]. p. 245.

99 idem; ibidem; p. 247.

demonstrar que não é possível defender os pressupostos sobre os quais se apóia ou, então, que sua estrutura lógica é inadmissível.

Patinkin assinala que Wicksell era defensor da teoria quantitativa e critica a Ohlin por deduzir o contrário. Acha que, em relação a isto, Wicksell parece ter sido pior tratado por seus discípulos que por seus críticos. Shackle, pelo contrário, mantém o suposto de Ohlin de que Wicksell era contrário à Teoria Quantitativa da Moeda. Na interpretação de Patinkin, Shackle se baseia fundamentalmente na afirmação de Wicksell de que a validez da teoria quantitativa depende do "débil" suposto de que "a velocidade de circulação da moeda permanece constante".

Para Patinkin, deve ter-se em conta que o *dinheiro* que Wicksell associava com essa teoria era o dinheiro metálico que servia como meio legal de pagamentos e reservas do sistema bancário. Concretamente, não incluía nele os depósitos à vista. Em lugar dele, considerava a expansão destes depósitos como um incremento na *velocidade virtual* das reservas metálicas, que lhes permitia realizar um volume maior de pagamentos. Portanto, a posição de Ohlin e Shackle se trataria somente de uma má interpretação do sentido que Wicksell dá ao termo "velocidade". Afinal de contas, "Wicksell se considerou sempre como partidário da Teoria Quantitativa da Moeda e como um de seus mais leais defensores frente a seus críticos" [100].

No entanto, essa crítica de Patinkin a Ohlin e Shackle se choca com a própria afirmação de Wicksell. "Os bancos em seus negócios de empréstimos não são limitados por seus próprios capitais. Eles não são, pelo menos não imediatamente, limitados por qualquer capital. Concentrados em suas mãos quase todos pagamentos, eles próprios criam a moeda requerida, ou, o que é a mesma coisa, eles aceleram *ad libitum* a rapidez da velocidade de circulação da moeda. (...) nos nossos dias, demanda e oferta da moeda tornaram-se a mesma coisa, a demanda em grande medida cria sua própria oferta" [101]. **Wicksell, no início do século, antecipou a discussão da endogeneidade da *moeda creditícia*** ("a Lei de Say invertida"), que é tema de debate contemporâneo, no final do século.

Para economias sem um sistema bancário desenvolvido, com predomínio da moeda-creditícia, como as que denominou de *economias de crédito puro*, ele observou que a Teoria Quantitativa da Moeda seria válida somente a longo prazo. No entanto, segundo Uhr [102], sua pesquisa não se centrou nem sobre um verdadeiro curto prazo nem sobre movimentos seculares de preços, mas sim sobre um *período intermediário* associado com ciclo de negócios de periodicidade irregular.

---

100 PATINKIN, Don. Dinero, Interes y Precios. Madrid, Aguillar, 1963. p. 444.

101 WICKSELL, Knut. The Influence of the Rate of Interest on Prices. in CHRYSTAL, K. Alec (ed.). Monetarism Volume I. London, Edward Elgar, 1990. (original de 1907). p. 37.

102 UHR; op. cit.; p. 89.

"Wicksell produziu diversas contribuições importantes ao pensamento econômico: 1. análise do papel das taxas de juros para alcançar preços de equilíbrio ou para gerar movimentos inflacionários ou deflacionários cumulativos; 2. reconhecimento da contribuição potencial do governo e do banco central no retardamento ou na promoção da estabilidade de preços; e 3. a moderna abordagem agregada oferta-procura ou poupança-investimento dos fenômenos monetários, que foi uma das fontes da economia keynesiana. O próprio Keynes considerou Wicksell precursor de suas idéias. O objetivo de Wicksell foi sintetizar a teoria monetária, a teoria do ciclo econômico, as finanças públicas e a teoria do preço em um sistema" [103].

A contribuição de Wicksell à análise econômica abrangeu três grandes áreas: teoria monetária, teoria do valor (e/ou do capital), e finanças públicas. É reconhecido, no entanto, que no campo da teoria monetária que está sua mais avançada contribuição. "O *processo cumulativo* foi proveniente de uma reformulação da Teoria Quantitativa da Moeda" [104].

3.2.2. **Processo Cumulativo**

Para Wicksell, a teoria monetária resumia-se em uma questão principal: porque os preços se instabilizam? Para respondê-la, analisou o fenômeno da variação da taxa de juros, dando precisão ao *mecanismo de transmissão indireto* dos fatores monetários.

Os principais elementos analíticos de Wicksell podem ser encontrados, segundo Leijonhufvud, nos trabalhos de autores predecessores. "Wicksell tinha familiaridade com a distinção de Ricardo entre transmissão direta e indireta dos impulsos monetários. Embora desconhecido de Wicksell, em 1898 [quando publicou *Juros e Preços*], Henry Thornton formulou uma clara concepção do *processo cumulativo* em 1802, como fez Thomas Joplin da análise poupança-investimento, algum tempo após" [105]. Ainda segundo este intérprete, seu objetivo foi explicar como moeda e preços conjuntamente se movem de um nível de equilíbrio a outro. Este movimento inter-equilíbrios tornou-se seu famoso *processo cumulativo*. O mal ajustamento entre taxas de juros foi a hipótese-chave da exposição de Wicksell.

---

103 OSER, Jacob & BLANCHFIELD, William. História do Pensamento Econômico. SP, Atlas, 1989. p. 257.

104 HANSSON, Björn A.. The Swedish Tradition: Wicksell and Cassel. in HENNINGS, K. & SAMUELS, W. (ed.). Neoclassical Economic Theory: 1870 to 1930. Boston, Kluwer Academic Publishers, 1990. p. 254.

105 LEIJONHUFVUD, Axel. Natural Rate and Market Rate. in EATWELL, MILGATE & NEWMAN (ed.). The New Palgrave: Money. UK, The MacMillan Press, 1989. p. 268.

Outro intérprete [106] dá uma interpretação mais interessante para a investigação dos desdobramentos heterodoxos da análise wickselliana. Wicksell mostrou a falha tanto dos clássicos quanto dos neoclássicos em integrar a teoria do valor à teoria monetária em função de tratarem a moeda como uma mercadoria semelhante a todas outras mercadorias. Tiveram de recorrer à Teoria Quantitativa da Moeda para explicarem o valor da moeda. Esta teoria seria verdadeira, para Wicksell, somente sob hipótese de uma velocidade de circulação da moeda constante, assim como no caso extremo de um *sistema de puro pagamento à vista*, sem crédito. Com crédito, a velocidade de circulação da moeda tornar-se-ia uma variável (tal como no **postulado da instabilidade da velocidade**), e seria impossível provar uma satisfatória e exata relação entre a quantidade de moeda e o nível de preços.

Para solucionar a questão da moeda-creditícia, Wicksell levantou a hipótese de uma *economia de puro crédito*. Por este recurso, a quantidade de moeda ficaria determinada endogenamente por sua demanda (semelhantemente ao **postulado da endogeneidade**) e, ainda, abandonada enquanto uma força direta determinante dos preços. Então, liberto da tirania da quantidade de moeda, Wicksell pode observar outras forças determinantes do valor da moeda.

Para revelar essas forças, ele substituiu a relação da Teoria Quantitativa da Moeda entre a quantidade de moeda e o nível geral dos preços por uma teoria da relação entre os juros sobre empréstimos monetários e o nível geral dos preços. Ele analisou-a num quadro de duas abordagens: 1. a relação da *taxa de juros de empréstimos*, determinada no mercado monetário, com a *taxa de juros real ou "natural"*, determinada pelo rendimento real do capital no processo de produção (os marginalistas identificam-na com a produtividade marginal do capital) [107]; 2. a relação da demanda monetária agregada com a oferta agregada de mercadorias.

Em sua análise, Wicksell conectou ambas abordagens, mostrando que, numa economia fechada, competitiva, com um *sistema de crédito puro*, um desvio entre a *taxa de empréstimo* e a *taxa de juros real* estimula a expansão ou a contração do crédito. Serve como um incentivo para os empresários investirem ou desinvestirem, conduzindo à mudança na relação entre a demanda monetária agregada e a oferta (como no mecanismo de transmissão do **postulado da sancionalidade**). Sob a hipótese de um dado produto (em pleno emprego), isso deve resultar num crescimento ou queda em todos preços monetários - o famoso *processo cumulativo* de Wicksell. Anuncia-o: "a tendência a aumentar o espírito de empresa, a aumentar a demanda de bens e serviços, e portanto a elevar seus preços, direta ou indiretamente, se torna evidente em toda redução espontânea

---

106 STEIGER, Otto. Monetary Equilibrium. in EATWELL, MILGATE & NEWMAN (ed.). The New Palgrave: Money. UK, The MacMillan Press Ltd., 1989. p. 223.

107 Em última instância, a taxa de juros do dinheiro depende da oferta e demanda de *capital real*, ou, como dizia Smith e Ricardo, a taxa de juros é regida pelos lucros provenientes dos investimentos de capital e não pelo número ou qualidade das peças metálicas que facilitam a venda e a circulação da produção. Wicksell; op. cit. [1911]; p. 274 e p. 283.

da taxa de juros de empréstimos, seja devido ao aumento da oferta de dinheiro, seja simplesmente devido à intensificação do uso do crédito bancário" [108].

Esta última interpretação contrasta com aquela de Leijonhufvud, pois de acordo com Steiger o *processo cumulativo* descreve um sistema onde os movimentos no conjunto dos preços monetários não forçam uma operação em direção ao equilíbrio. Wicksell considerou a natureza desse *equilíbrio monetário - indiferente* - como fundamentalmente distinto do *equilíbrio dos preços relativos*, cuja tendência ao equilíbrio *estável* é inerente. Uma vez perturbado, o equilíbrio monetário pode ser restaurado, entretanto, por meio de uma taxa de equilíbrio especial, a chamada *taxa de juros normal* sobre empréstimos. Wicksell pensava que sob a mais realística premissa de um *sistema misto de pagamento à vista e a crédito*, as variações nos preços monetários, como ligações entre o mercado monetário e o mercado de bens e serviços, forçaria a Autoridade Monetária a estabelecer essa taxa.

Assim, sugeriu algo semelhante ao **postulado da exogeneidade dos juros ou da endogeneidade da moeda**. "Evidentemente, não possuimos controle *dessa* causa de variação dos preços enquanto a produção de ouro permaneça em mãos de empresas privadas e continue a livre cunhagem por conta dos particulares. A única possibilidade de exercer um controle racional sobre o nível de preços deve residir em outra direção: regular adequadamente a política de juros dos bancos" [109].

Um ciclo monetário seria causado pela discrepância entre a taxa de juros *de mercado* e a taxa de juros *natural*. Para eliminar essa causa de instabilidade no nível geral dos preços, as duas taxas teriam de se igualar. Entretanto, a *taxa natural de juros* não é fixa. Flutua conjuntamente com todas as causas reais de flutuações econômicas. Uma coincidência das taxas *de mercado* e *da natural* é, portanto, improvável. Wicksell coloca a responsabilidade desse ajustamento recaindo sobre os bancos - "suas obrigações para com a sociedade são muito mais importantes do que suas obrigações privadas" [110]. No entanto, isto não significa que os bancos deveriam avaliar a *taxa natural* antes de fixarem suas próprias taxas de juros. Naturalmente, isto seria impraticável e desnecessário, pois em sua opinião o nível corrente de preço dos bens fornece um teste válido para concordância ou discordância das duas taxas.

O procedimento deve ser simplesmente o seguinte: enquanto os preços permanecerem inalterados, a taxa de juros bancários deve permanecer no mesmo nível. Se os preços subirem, a taxa de juros deve ser elevada; e se os preços cairem, a taxa de juros deve ser diminuída. A taxa de juros deve, assim, ser mantida neste novo nível até que outro movimento de preços exija nova mudança em um sentido ou em outro.

---

108 WICKSELL; op. cit. [1911]; p. 271.

109 WICKSELL; op. cit. [1911]; p. 289.

110 WICKSELL, Knut. Interest and Prices. London, MacMillan, 1936. (original de 1898). p. 194.

"O problema da manutenção do valor da moeda estável, o agregado nível geral dos preços monetários em uma altura constante, o qual evidentemente é para ser visto como o problema fundamental da ciência monetária, seria solucionável teórica e praticamente em alguma medida. E os meios de solucionar isto não necessitam ser buscado em algum mais ou menos fantástico esquema como aquele de um banco central emissor para todo o mundo, como algumas vezes é proposto, mas simplesmente numa apropriada manipulação das várias taxas bancárias, abaixando-as quando preços estão declinando, e elevando-as quando preços estão crescendo" [111].

Em sua opinião, a causa principal dessa instabilidade nos preços está na incapacidade dos bancos seguirem essa regra (a não ser que esgotem as reservas emprestáveis). Uma queda nas taxas de juros pode diminuir suas margens de lucro mais do que aumentar o nível de seus negócios.

O *processo cumulativo* do mecanismo indireto não é explosivo. Wicksell supõe a existência de um fator estabilizador dentro do processo. "O processo cumulativo seria explosivo só no caso especial (considerado extremo por Wicksell) de que a economia seja de crédito puro ou *dinheiro endógeno* em sua totalidade. Aqui, todo o dinheiro assume a forma de depósitos bancários e os bancos não conservam ouro nem alguma outra forma de efetivo como reservas. Em tal caso, os bancos poderiam conservar permanentemente sua taxa de juros por baixo da 'taxa natural' e não se veriam restritos por nenhuma perda de reservas" [112].

Mas, na realidade, este processo não pode prosseguir indefinidamente, p. ex., porque os bancos vão de encontro às barreiras de suas capacidades de empréstimos, estabelecidas por suas reservas. O processo cumulativo pode chegar ao fim através de causa interna: o aumento dos preços provoca elevação da demanda de dinheiro por motivo transacional, com efeito sobre o nível das reservas bancárias. Caso ocorra escassez de reservas, bancos são forçados a elevar a *taxa de empréstimos* até que se iguale à *taxa normal.*

O *processo cumulativo* leva a uma situação insustentável, em que o investimento empreendido sob estímulo de uma taxa de juros "artificialmente" baixa se revela como fonte de prejuízos: os **booms** terminam em liquidação que se traduz em depressão. Na atmosfera de prosperidade, as dívidas acumulam-se. A *inflação de crédito*, provocada pelas baixas taxas de juros, vai até o ponto de reversão em que a *taxa de juro* ultrapassa significativamente a *taxa de inflação* - invertendo de maneira sustentável a relação entre juros e preços. A inevitável liquidação das dívidas consiste no cerne da depressão. O modo de raciocinar, no *processo cumulativo*, de Wicksell é semelhante ao de Minsky, no *processo de fragilidade financeira*, como se verá, no próximo capítulo.

---

[111] WICKSELL; op. cit. (1907); p. 41.

[112] HARRIS, Laurence. Teoria Monetária. Mexico, Fondo de Cultura Económica, 1985. p. 149.

3.2.3. Integração da Teoria da Moeda com a Teoria dos Preços

Na análise concebida por Wicksell, os preços relativos alcançam um equilíbrio. Um desenvolvimento posterior dessa abordagem, realizada pelos seus descendentes teóricos, foi substituir a hipótese de preços e salários flexíveis, em mercados perfeitamente competitivos, por um *modelo de economia de concorrência oligopólica* onde as firmas fixam preços e salários sem conhecimento se encontrarão demanda que efetivarão as ofertas potenciais. O *processo cumulativo* é então reconstruído na perspectiva do processo microeconômico da formação de preços.

O próprio Wicksell, segundo Oser & Blanchfield, "reconheceu a inadequação do modelo puramente competitivo nos mercados varejistas, antecipando, assim, em diversas décadas, a teoria da concorrência monopolista ou imperfeita proposta por Edward H. Chamberlin e Joan Robinson no início da década de 1930" [113].

Examinou a formação dos preços no comércio a varejo [114]. Todo comerciante varejista deteria, dentro de seu raio de ação imediata, o que chamou de *monopólio de venda*, que se baseia no desconhecimento e na falta de organização dos compradores. Às vezes, a concorrência pode elevar os preços ao invés de baixá-los, em oposição à opinião geral. A loja, ao perder alguns fregueses e não poder reduzir os gastos gerais em consonância, ver-se-á obrigada a elevar gradualmente seus preços, para compensar o volume menor de operações. Este raciocínio inspira o **postulado da fixação dos preços**.

O caminho alternativo, seguido por Wicksell, consistiu em resgatar e desenvolver as teorias monetárias que enfatizavam as decisões individuais, ou seja, como as alterações dos agentes afetavam a quantidade de moeda em circulação e, posteriormente, refletiam-se nos preços monetários. Na verdade, não rejeitou a teoria monetária existente em sua totalidade. Ao contrário, Soromenho afirma que "Wicksell almejou reformular a teoria quantitativa de modo a promover sua integração com a teoria geral dos preços" [115].

Portanto, desenvolveu a Teoria Quantitativa da Moeda para um *sistema de crédito*, abrindo espaço para a crítica à sua versão tradicional (na linha de Hume, Ricardo, Walras, etc.), que destacava apenas o *efeito saldo real* da variação dos saldos de caixa próprios dos agentes econômicos. Adotou, de maneira independente, uma idéia originária de Thornton, que enfatizava a relação entre os juros, a moeda e o nível de preços.

---

113 OSER & BLANCHFIELD; op. cit.; p. 260.

114 WICKSELL; op. cit. [1911]; p. 73.

115 SOROMENHO, Jorge E. C.. Uma Análise da Evolução do Conceito de Equilíbrio Monetário no Pensamento Sueco. SP, Dissertação de Mestrado pela FEA/USP, 1986. p. 40.

Wicksell empreendeu duas tentativas de integrar a teoria dos preços e a teoria monetária. "A *primeira tentativa*, consubstanciada em sua análise de *cash balance*, na versão mais restrita (onde não se considera a velocidade virtual de circulação da moeda), foi associada às características de uma economia na qual só existisse moeda metálica. A *segunda tentativa*, relacionada principalmente a uma economia creditícia, enfatizou as relações entre a taxa monetária de juros e os aspectos do capital real sumarizados no conceito de taxa natural" [116].

A avaliação da crítica de Tooke à Teoria Quantitativa da Moeda levou Wicksell a formular uma abordagem alternativa, que constituiu sua segunda tentativa de integrar a teoria real e a teoria monetária. Nesta, reconheceu e analisou o poder de criação de moeda por parte do sistema bancário.

Um pesquisador da obra de Wicksell afirma que, "na verdade, apresentou três versões de sua teoria monetária: a primeira em *Interest and Prices* [1898], a segunda no volume II de *Lectures* [publicado em 1915] e a última numa palestra proferida pelo autor na Associação Econômica Sueca. Ademais, a contribuição analítica de Wicksell não foi exposta pelo próprio autor de uma forma sistemática"[117]. Nas palavras de Uhr, "(...) em *Juros e Preços* e *Lições-II*, a apresentação de suas próprias idéias está espremida entre longas seções sobre sistemas monetários, teoria monetária antiga, história monetária, história das flutuações dos níveis, e assuntos semelhantes" [118].

Destaca-se agora um aspecto da teoria monetária wickselliana, que interessa para a elaboração dos postulados de uma Teoria Alternativa da Moeda: sua integração com a teoria dos preços, apresentada no *Livro II* das *Lições de Economia Política*, em particular na sua *Parte Quarta - O Valor de Câmbio do Dinheiro* [119].

Quando examina a relação entre o valor monetário e os preços da mercadoria, por *valor monetário* Wicksell expressa exatamente o valor de troca do dinheiro, o poder de compra em relação aos bens e serviços. Para ele, portanto, valor monetário e nível de preços são sinônimos, ou, mais exatamente, idéias correlativas (p. 238).

Com esta visão, critica tanto a teoria monetária clássica (inclusive marxista), quanto a neoclássica marginalista. Para Wicksell, não existe nenhum valor intrínseco do dinheiro com o qual, como supõem os clássicos, seja possível comparar e medir o valor intrínseco das mercadorias. Por sua vez, o valor subjetivo do dinheiro, sua utilidade marginal, depende principalmente de seu poder de compra. A visão marginalista do valor monetário entraria assim num

---

116 idem; ibidem; p. 42.

117 idem; ibidem; p. 34.

118 UHR, Carl G.. Economic Doctrines of Knut Wicksell. LA, University of California Press, 1962. p. 198.

119 WICKSELL; op. cit. [1911]; pp. 237-296. Pela dificuldade de extrair o sumo de suas idéias, as páginas da fonte são citadas no próprio texto.

círculo vicioso, quando tentasse estabelecer o poder de compra do dinheiro através de seu valor sujetivo.

Considera ingênua a idéia que dinheiro possuia valor próprio (p. 248). De acordo com a teoria da escola clássica, supõe-se que esse fundamento seria o *custo de produção* do dinheiro, i.e, dos metais preciosos em relação aos demais. Esta é chamada de *teoria do custo de produção*, ou, mais exatamente, a do custo comparativo do valor do dinheiro. Para Wicksell, o próprio Marx se veria obrigado a admitir que se desperdiça trabalho, quando se ultrapassa o volume de tempo de trabalho socialmente necessário. Basta aprofundar um pouco mais esse argumento para observar que o trabalho, ou melhor, as forças produtivas combinadas, receberá exatamente o valor de mercado daquilo que produziu (tal como no **postulado da sancionalidade**).

Em resumo, os preços e os custos de produção (do ouro) exercem influência mútua e adquirem seus respectivos valores de troca precisamente mediante esse processo de troca (p. 249). Naturalmente, a teoria do custo de produção se mostra mais inadequada quando trata de explicar de maneira puramente convencional o valor de troca do dinheiro inconversível, caindo na mais fantástica das explicações (p. 251).

Wicksell critica também as "teorias modernas" (p. 252/3). A teoria do custo de produção encontra quando menos, embora unilateralmente, a causa da variação do valor monetário em algo que afeta diretamente o dinheiro. Mas na exposição moderna dos preços das mercadorias em geral, considera-se frequentemente o dinheiro como uma massa amorfa infinitamente elástica ou plástica, que se adapta por si mesma, sem pressionar o nível dos preços, sendo completamente passiva no que diz respeito ao mecanismo de preços, enquanto estes se regulam unicamente por circunstâncias que afetam as próprias mercadorias. A tal ponto as pessoas estão habituadas a que o sistema de crédito e o sistema bancário modernos satisfaçam qualquer demanda de meios de troca por parte da sociedade que não concebem que o dinheiro influa sobre os preços em uma ou em outra direção (sugerindo novamente o **postulado da sancionalidade**).

O raciocínio das "teorias modernas" - ênfase a um suposto controle de preços por parte dos trustes e dos cartéis, da avidez dos comerciantes, das reinvidicações de aumentos salariais dos sindicatos, dos direitos tarifários, etc. - contém uma generalização inadmissível para Wicksell. Argumentos que só são válidos quando se trata de *preços relativos* aplicam-se sem reserva alguma aos *preços absolutos* dos artigos expressos em dinheiro. Em outras palavras, o relativo barateamento de certo grupo de mercadorias devido a melhores condições de produção (aumento da produtividade) não ocasionaria um descenso equivalente em seu preço em moeda, mas não acompanharia a um pequeno aumento em todas as mercadorias, de forma que se manteria o nível do preço médio ou, de qualquer maneira, não desceria.

Em todo caso, nada pode evitar a possibilidade de uma pressão simultânea sobre os artigos e uma queda de seus preços - na opinião de Wicksell, de acordo com a Teoria Quantitativa da Moeda - de forma que o nível médio dos preços siga invariável, a não ser que surja alguma *causa monetária* que o altere. Os trustes e os comerciantes podem elevar infinitamente seus preços mediante a monopolização de uma mercadoria, ainda que isso, geralmente, reduza a demanda, totalmente de acordo com a teoria quantitativa. Esse procedimento perderá paulatinamente sua razão de ser, uma vez que os trustes tratarão de obter seus lucros reduzindo os custos fixos, fazendo com que os preços baixem ao invés de subirem. Inclusive os comerciantes e intermediários supérfluos não podem elevar o nível geral dos preços. Numa *economia com padrão-ouro*, uma alta geral dos preços dos bens ocorre quando, de acordo seja com a teoria quantitativa seja com a teoria do custo de produção, há um barateamento da produção do ouro.

Portanto, Wicksell trata de assinalar "a loucura que é supor que, no que diz respeito aos preços dos bens concretos, existe uma relação essencial entre as coisas, bens e dinheiro, e que só se pode explicar satisfatoriamente o processo do ponto de vista das variações experimentadas por uma delas, nesse caso os bens, sem nos referirmos ao dinheiro" (p. 255/6). Deixa implícito, mais uma vez, a necessidade do **postulado da sancionalidade**, em uma Teoria Alternativa da Moeda.

Toda alta ou baixa no preço de determinada mercadoria pressupõe uma perturbação do equilíbrio entre a oferta e a procura de tal produto, seja uma perturbação efetiva ou mera expectativa. O que é válido para cada produto tomado separadamente tem de valer da mesma forma para os produtos tomados em conjunto. **Só pode-se conceber uma alta geral dos preços supondo que toda procura, por uma ou outra razão, está a caminho de ser maior do que a oferta**. "Qualquer teoria digna desse nome nos permitirá demonstrar como e por que a demanda monetária dos bens é maior ou menor do que a oferta dos bens [contra dinheiro] em dadas condições" (p.256).

No entanto, apesar dessa ênfase na hoje chamada *inflação de demanda* - o aumento da oferta da moeda creditícia provocaria uma elevação no nível geral dos preços através do *mecanismo de transmissão indireto* acompanhado do *direto* (efeito antecedente sobre a demanda de bens) - Wicksell não deixa de apontar os defeitos da Teoria Quantitativa da Moeda.

3.2.4. Reformulação da Teoria Quantitativa da Moeda

Wicksell repudiava explicitamente a Lei de Say. Pensava que o mecanismo que se encontra por trás da Teoria Quantitativa da Moeda poderia basear-se no

efeito saldo real e no desequilíbrio do mercado de bens. As **principais características do *processo cumulativo*** são:

(1) contrapõe as noções de demanda monetária agregada por bens e de oferta agregada de bens, para análise do nível geral de preços;

(2) analisa o sistema fora de equilíbrio, criticando a Teoria Quantitativa da Moeda pela análise e comparação somente de estados de equilíbrio, deixando de fora o processo dinâmico;

(3) leva em conta o sistema bancário desenvolvido e o mecanismo da taxa de juros.

O *processo cumulativo* foi proveniente de uma reformulação da Teoria Quantitativa da Moeda, embora considerasse a principal proposição desta - o valor da moeda é inversamente proporcional à sua quantidade em circulação - basicamente correta. Sua crítica é que ela é muito restritiva e em conflito com a realidade, porque baseia-se na hipótese que todos usam seus saldos próprios para produzir o *efeito saldo real* no mecanismo de transmissão direto dos fatores monetários. Ela não considera devidamente o fato de que, numa economia creditícia desenvolvida, a manutenção de saldos de caixa individuais em depósitos bancários permite o uso de instrumentos de vários tipos na transmissão monetária. Como os bancos mantém como encaixe somente pequena parte das somas depositadas, os fundos de empréstimos são elásticos.

Wicksell, em contrapartida, desenvolve a Teoria Quantitativa da Moeda para um *sistema de crédito puro* em que todos os pagamentos são efetuados por transferências de crédito bancário. Neste sistema, **não há controle da quantidade da moeda senão pela taxa de juros. Esta que é a reguladora monetária efetiva. Os bancos fixam taxas de juros e atendem com oferta de moeda determinada pela demanda de crédito**.

Em termos de história do pensamento econômico, a passividade do sistema bancário no esquema teórico de Wicksell é semelhante à posição de *endogeneidade da moeda acomodacionista* de alguns autores pós-keynesianos. Para ele, num sistema bancário desenvolvido, os distúrbios "reais" responsáveis por flutuações na renda conduz a variações na demanda por moeda que são passivelmente suportadas por variações na oferta monetária dos bancos privados, se estes não vão de encontro à barreira de suas capacidades de empréstimos, estabelecidas por suas reservas.

No caso de *economia creditícia pura*, onde o mecanismo equilibrador endógeno não atua, o banco central manipula a taxa de juros com o intuito de estabilizar o nível de preços. A abordagem de Wicksell distingue-se, portanto, da dos monetaristas, pois não são as variações ativas na base monetária controlada pelo banco central que são a fonte de distúrbio. Ele enfoca variações no fluxo de

crédito intermediado pelos bancos, mais do que variações no estoque da moeda central. Revela a visão de um sistema bancário *policêntrico* como alternativa ao modelo *monocêntrico* (com entidade central) dos monetaristas.

Os bancos sempre baixaram as taxas de juros de seus adiantamentos quando abundava dinheiro e as elevaram quando este escasseava e, sobretudo, quando o refluxo de metais preciosos do exterior conduzia, em geral, à elevação da taxa de desconto. Wicksell crê que nenhum dos discípulos de Tooke se dedicou a expor esse aspecto de sua teoria. Contentaram-se em insistir sobre a suposta incapacidade dos bancos influírem sobre os preços dos bens e sobre a demanda dos meios de crédito.

Wicksell aplicou, em sua reconstrução da Teoria Quantitativa da Moeda, a crítica de Tooke à esta teoria: preços crescentes muito raramente coincidem com baixas e declinantes taxas de juros, mas muito mais frequentemente com altas e crescentes taxas. A revolução introduzida por Wicksell no pensamento econômico foi justamente mostrar que são as taxas de juros *relativamente baixas* (e não *relativamente altas*) a origem primária (antecedente) da expansão monetária e da inflação [120]. Wicksell não afirmou que são as taxas de juros baixas em valores absolutos a causa da inflação, mas as baixas em relação à *taxa natural*. A defasagem temporal existente entre a baixa taxa de juros e o efeito inflácionário é o contra-argumento à crítica de Tooke.

A ligação wickselliana entre setor *real* e setor *financeiro* mostra que é possível o equilíbrio simultâneo entre dois mercados distintos: no *mercado de bens*, quando a oferta de bens de investimento iguala à demanda monetária por tais bens, e no *mercado monetário-creditício*, quando a oferta de crédito se iguala à demanda monetária. Para estabilizar o nível de preços é necessário que a *taxa monetária* seja igual à *taxa normal*. A esta *taxa natural* as curvas de investimento e poupança se cruzam e a taxa de crescimento da oferta monetária se estabiliza. Quando a *taxa de mercado* - dada pelo encontro da oferta e demanda de moeda - torna-se inferior à *taxa natural* - dada pelo confronto da parcimônia com o impulso da busca de maior produtividade -, há expansão monetária endógena e inflação.

O propósito de Wicksell é analisar as condições da igualdade da demanda monetária total com a oferta de todos os bens. A contrapartida deste objetivo é estudar as implicações do não preenchimento destas condições, isto é, as consequências do *desequilíbrio monetário*.

Wicksell inovou a *abordagem poupança-investimento*. Para ele, o ato de poupar não é idêntico ao ato corrente de investimento. Num sistema bancário desenvolvido, poupança e investimento são intermediados por bancos. O setor bancário, no mercado de crédito, no entanto, vai além da mera intermediação da poupança, pois financia investimento adicional, criando moeda. A injeção da

---

[120] SIMONSEN, Mário H.. Teoria da Inflação e Política Anti-inflacionária. A Inflação Brasileira e a Atual Política Anti-inflacionária. DF, mimeo, 1979.

moeda creditícia abre, via distonia entre *taxa de mercado* e *taxa natural*, uma cunha entre investimento e poupança. A *taxa monetária* influencia o investimento. Wicksell não isola a *taxa de empréstimo* (*monetária* por sua natureza) dos fatores *reais*: permanece a *taxa de retorno líquida do investimento físico* como fator de demanda de empréstimo.

Na opinião de Harris, "o importante é que a obra de Wicksell constitui o resumo de uma longa tradição de Teoria Quantitativa da Moeda, e Wicksell esclareceu que considerava sua obra como uma elaboração e uma defesa da teoria quantitativa. Esta tradição não está muito longe das proposições elaboradas pelos keynesianos" [121].

Na verdade, Wicksell fez um comentário, com o qual revelou a *encruzilhada entre a* Teoria Quantitativa da Moeda e a Teoria Alternativa da Moeda, em que se encontrava. "Não é fácil encontrar a solução adequada nesse caos de concepções vagas, nas quais os mais célebres economistas defendem pontos de vistas diametralmente opostos e contraditórios. Talvez seja impossível encontrar uma solução nos dias atuais, sobretudo se quizermos comprová-la num experimento. A realidade concreta, em seu conjunto é demasiado confusa e complexa para que possamos tomá-la como suporte de nossos pontos de vista; é muito difícil e duvidoso isolar tal fenômeno. A única prova experimental que nos poderia satisfazer seria a de que todos os bancos do mundo, depois de chegar a um acordo sobre o particular, no interesse da *teoria pura*, iniciassem uma marcada alta ou baixa de suas taxas de juros e as mantivessem pelo menos durante alguns anos, de modo que se manifestassem por si mesmas as reações sobre os preços dos produtos. Sem dúvida, teremos de esperar que transcorra um tempo muito longo até que ocorra uma experiência dessa ordem. A única saída imediata que se encontra à nossa disposição consiste em invocar os princípios gerais já aceitos" [122].

Seus descendentes teóricos suecos, a partir dos princípios wicksellianos, optaram por outra saída da *encruzilhada*: o caminho alternativo à Teoria Quantitativa da Moeda.

---

121 HARRIS; op. cit.; p.149.

122 WICKSELL; op. cit. [1911]; p. 273/4.

3.3. ESCOLA DE ESTOCOLMO (1927-1937)

3.3.1. **Perfil da Escola**

A existência de uma *Escola de Estocolmo* foi mencionada pela primeira vez, num artigo em inglês, de Ohlin [123]. Keynes era o editor do *Economic Journal* e publicou sua "resposta" - *Alternative Theories of the Rate of Interest* - em seguida à segunda parte do artigo de Ohlin. Os economistas leitores de língua inglesa tiveram então seu interesse despertado pelo desenvolvimento da teoria econômica na Suécia, ocorrido após a morte de Wicksell, em 1926. Entretanto, esta mobilização de atenções ficou marcada pelo "vício de origem": os estudos sobre a *Escola de Estocolmo* privilegiaram a comparação com a teoria macroeconômica e política econômica de Keynes. A recorrente discussão foi se os autores suecos - Myrdal, Lindahl, Lundberg, Hammarskjöld, Johansson, e Ohlin -, construindo sobre uma fundação wickselliana, desenvolveram um corpo de análise que era, embora separado, paralelo ao associado com o nome de Keynes.

Recentemente, Hansson publicou um importante capítulo na história do pensamento econômico sueco, cujo objetivo foi analisar a *Escola Sueca* sob um ângulo diferente: "o desenvolvimento do *método dinâmico* é considerado a **differentia** da Escola de Estocolmo" [124]. Para a formulação dos postulados de uma Teoria Alternativa da Moeda, interessa mais esse aspecto desta Escola.

Uma *escola* é definida em torno do desenvolvimento interrelacionado de um tema comum entre seus membros: no caso, a explícita atenção ao desenvolvimento do *método dinâmico*. Este refere-se às noções tais como equilíbrio temporário, análise sequencial de desequilíbrio, etc.. A discussão do *método dinâmico* se distinguiu como uma contribuição original, caracterizando a existência de uma escola distinta - a *Escola de Estocolmo* -, entre 1927 e 1937. A partir deste último ano, com a publicação de *Estudos na Teoria da Expansão Econômica*, de Lundberg, os trabalhos ganharam considerável extensão além da fronteira sueca (com cooperação de autores estrangeiros) e da preocupação estrita com o método dinâmico, embora obviamente baseados nesta abordagem.

É comumente pensado que a Escola de Estocolmo cresceu a partir de seu presumido ancestral sueco: Wicksell. Embora isto seja verdade para as questões macroeconômicas, Hansson argumenta que **a influência de Wicksell sobre a característica distinta da Escola de Estocolmo, o *método dinâmico*, é**

---

123 OHLIN, Bertil. Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investment. The Economic Journal. Vol. 47, n. 185, march 1937 (Part I) and n. 186, june 1937 (Part II).

124 HANSSON, Björn. The Stockholm School and The Development of Dynamic Method. in SANDELIN, Bo (ed.). The History of Suedish Economic Thought. London/NY, Routledge, 1991. Chap. 7.

insignificante. Mesmo o *processo cumulativo*, tal como desenvolvido originalmente, não foi o seu ponto de partida imediato.

Por outro lado, a relação da Escola de Estocolmo com a chamada "Revolução Keynesiana", i.e, o *princípio da demanda efetiva*, tem sido colocado como um longo enigma na história do pensamento econômico. A questão seria melhor enfrentada partindo do pressuposto que a Escola de Estocolmo desenvolveu sua maneira de encarar esse princípio independentemente. Hansson mostra que, embora a análise sueca contenha elementos que são similares ao *princípio da demanda efetiva*, p.ex., a taxa de juros nem sempre equilibra poupança e investimento, esse princípio é sempre usado pelos suecos num quadro de desequilíbrio.

Por fim, Hansson argumenta que não é uma bem fundada visão aquela que domina entre os historiadores do pensamento econômico de que a Escola de Estocolmo teve uma morte súbita após a revolução keynesiana.

No primeiro sub-tópico, apresenta-se a classificação realizada por Hansson dos diferentes *métodos dinâmicos* desenvolvidos por esses autores suecos. Após, examina-se mais profundamente as contribuições de Myrdal e Lindahl, para a elaboração de postulados de uma Teoria Alternativa da Moeda.

3.3.2. **Métodos da Escola de Estocolmo**

Hansson divide o período de existência da Escola de Estocolmo em quatro distintos estágios, onde cada estágio é caracterizado por um específico método dinâmico.

O primeiro estágio é representada pela tese de Myrdal [125], em 1927, a qual mostra como *antecipações de um futuro incerto* são uma parte independente de dados que são supostos determinantes de uma posição de equilíbrio a longo prazo. O fator crucial para o posterior desenvolvimento da Escola de Estocolmo foi o tratamento das *antecipações e incertezas* como parte e parcela do âmago teórico, e sua colocação no mesmo nível das preferências, condições técnicas, e dados recursos.

---

[125] Myrdal (1898-1987) foi o discípulo favorito de Gustav Cassel. Obteve seu doutorado em 1924. Teve uma distinta carreira na academia (professor durante 1933-50 e 1960-7), organizações internacionais (secretário-geral da CEE durante 1947-57), e política (deputado pelo Partido Social-democrata em 1935-8 e 1944-7). Myrdal foi prolífico sobre teoria e política econômica nos anos 20 e 30's, mas após este período passou a se interessar mais por problemas do desenvolvimento. Em 1974, compartilhou com Friedrich von Hayek o Prêmio Nobel de Economia.

A construção de Lindahl [126] do *equilíbrio intertemporal* constitui o segundo estágio. Este conceito surgiu a partir da crítica da *estática comparativa* como um instrumento para manipulação de problemas dinâmicos. Seu objetivo foi descrever a travessia entre duas posições de equilíbrio. Sua fragilidade provinha da racionalidade do terceiro estágio, *equilíbrio temporário,* quando se analisa o *processo cumulativo.* Entretanto, tanto o *equilíbrio intertemporal* como o *equilíbrio temporário* são exemplos de uma abordagem de equilíbrio. Lundberg [127] e Myrdal criticaram este enfoque, desde que não pode explicar a ligação entre períodos consecutivos. Então, Lindahl realmente não teria retratado um processo no tempo.

O último estágio, segundo Hansson, culminou em 1937 com a *análise sequencial de desequilíbrio*, elaborada por Lundberg. Esta noção foi precedida por um longo e protelado desenvolvimento. Myrdal foi quem direcionou-o corretamente com a publicação do *Equilíbrio Monetário* [128], o qual lançou a fundação para a abordagem de desequilíbrio com as noções de *ex ante* e *ex post.*

A idéia de Hammarskjöld [129] sobre o lucro inesperado como uma ligação entre períodos, dá o primeiro, embora incompleto, esboço de uma *análise sequencial.* O trabalho de Ohlin [130], em 1932-34, fez uma contribuição direta não para o desenvolvimento do método dinâmico, mas para a teoria macroeconômica. Lindahl, no início de 1935, elaborando a partir de Myrdal e Hammarskjöld, formulou a primeira apropriada expressão algébrica para análise de um determinado período, exibindo como planos *ex ante* incongruentes conduzem-se para determinar os resultados *ex post.* Lindahl também discutiu os problemas na construção de uma *análise sequencial*, que assume que há equilíbrio em cada período.

A *análise sequencial* é um tipo de método dinâmico, para o qual o tempo dos eventos econômicos é de suprema importância. A questão é se, seguindo seu

---

126 Lindahl (1891-1960) foi o único membro da Escola de Estocolmo que teve somente uma carreira acadêmica. Sua tese de doutorado foi em grande extensão baseado em idéias wicksellianas; ele teve contacto com Wicksell, mas não foi seu estudante.

127 Lundberg (1907-87) tirou seu Ph.D. em 1937. Neste mesmo ano, tornou-se o primeiro diretor do Instituto Governamental de Pesquisa Econômica (1937-55). A partir de 1946, tornou-se professor universitário. Publicou, em inglês: LUNDBERG, E.. Studies in the Theory of Economic Expansion. (1937). Reprinted in New York, Kelley & Millman, 1955.

128 MYRDAL, Gunnar. Monetary Equilibrium. NY, Augustus M. Kelley, 1965 (original sueco de 1931 e inglês de 1939).

129 Hammarskjöld, filho de Primeiro Ministro (1914-17), obteve seu doutorado em 1933, Participou ativamente das discussões do grupo até 1936, quando iniciou sua carreira no Ministério das Finanças. Foi diretor do Banco da Suécia (1941-8), antes de ser eleito Secretário Geral da ONU (1953-61). Em 1961, foi postumamente premiado com o Prêmio Nobel da Paz.

130 Ohlin (1988-1979) também dividiu um Prêmio Nobel em Economia, com James Meade, em 1977, por suas contribuições à teoria do comércio internacional. Este foi o tema de sua tese de doutorado em 1924, orientada por Gustav Cassel. Foi professor universitário (1929-65). Nos anos 40's, suas atividades como político tomou mais seu tempo: líder do Partido Liberal (1944-67) e um membro do Gabinete (1944-5).

procedimento, é possível determinar o resultado de alguns períodos adiante no tempo, que é irreversível.

A idéia central, na *análise sequencial* sueca, é a noção que um plano condensa o comportamento econômico, o que significa que todas as ações econômicas direcionadas ao cumprimento de planos são baseadas em expectativas do futuro e que estes planos serão revisados à luz dos reais resultados. Planos incongruentes conduzirão à formação de novos planos. Daí o crucial papel das *expectativas*, desde que representam a conexão entre eventos precedentes e novos planos.

Não necessariamente o equilíbrio existirá em períodos vindouros, no sentido que planos para estes períodos, feitos no início do período corrente, serão consistentes. Por isto, constata-se **o caráter temporário de eventual equilíbrio**.

Há o *método de desequilíbrio*, que analisa períodos fora de equilíbrio, o que significa que os planos *ex ante* não são consistentes, mas os valores *ex post* são igualados. Este método implica duas diferentes versões de *teoria de continuidade*: análise sequencial de desequilíbrio e de equilíbrio.

A *análise sequencial de desequilíbrio* pode ser dividida em uma variedade *mecânica* e uma *expectacional*. No primeiro caso, o caráter mecânico é no sentido que expectativas são formadas endogenamente, i.e, há uma estrita e estável relação entre expectativa e eventos posteriores. Não é o caso de revisão de expectativas, devido ao acúmulo de informação. No segundo, o *desequilíbrio expectacional* segue do fato que planos não completados geram informação que, após um tempo, conduzirão à revisão de expectativas.

Em sua tese de doutoramento, Myrdal segue o *método das expectativas*. Inclui antecipações como parte dos dados que são imediata ou primariamente determinantes dos preços. Segundo Hansson, a idéia que o preço de equilíbrio da teoria dinâmica é diferente do preço de equilíbrio estático deve ser considerada a mais importante proposição de Myrdal, em 1927. A teoria estática não é uma aproximação apropriada da realidade, desde que os preços estáticos não são, em geral, normais.

Entretanto, a mais relevante contribuição para o desenvolvimento do *método dinâmico* foi a construção das noções de *ex ante* e *ex post*. Com estas noções, é possível empreender a *análise de desequilíbrio*.

3.3.3. Conceituação Extraída da Primeira Condição de Equilíbrio Monetário: A Abordagem de Desequilíbrio e a Noção da Taxa Normal

O *Equilíbrio Monetário*, livro de Myrdal publicado em sueco, em 1931, e em inglês, em 1939, foi uma tentativa de reconstrução crítica da noção de *taxa de juros normal*, elaborada por Wicksell. Seu ponto de partida foi a análise de Lindahl, no ensaio *A Taxa de Juros e o Nível de Preços*, que se encontra na Primeira Parte do seu livro *Estudos sobre a Teoria do Dinheiro e do Capital* [131].

O conceito de *taxa de juros normal* de Wicksell implicava, como primeiro mostrou Lindahl, em 1930, **três diferentes condições para o *equilíbrio monetário***: 1. igualar com a *taxa natural ou real*; 2. equalizar investimento esperado e poupança; 3. preservar um nível geral dos preços estável, primariamente para bens de consumo. Em seus desenvolvimentos da análise de Wicksell, tanto Lindahl quanto Myrdal criticaram a consistência desta tríplice condição, conduzindo a um abandono da noção de *taxa normal* por Lindahl e sua reformulação por Myrdal.

Pela primeira condição, Lindahl rejeitou ver a *taxa de empréstimo* como *normal*, desde que o nível da *taxa real* não poderia ser determinado independentemente dela. O conceito de *taxa real*, para Lindahl, foi caracterizado como *taxa de lucro prospectiva*, não por produtividade física, mas por produtividade do valor de troca, i.e, definiu a *taxa real* como "a relação entre valores do produto futuro antecipados e os valores investidos". Como a demanda por investimento e seu preço é influenciado pela *taxa de empréstimo*, a *taxa real* sempre terá uma tendência a se ajustar à última. Steiger [132] destaca, porém, que a taxa real pode ter significado somente como aquele nível da taxa de empréstimo que assegura equilíbrio entre valores esperados do investimento e da poupança - a segunda condição de Wicksell.

Entretanto, mesmo este nível da *taxa de empréstimo* não é *normal* no sentido que representa uma taxa de equilíbrio única. Uma mudança no investimento, devido a qualquer variação na *taxa de empréstimo*, sempre será balanceada por uma subsequente variação na distribuição de renda entre devedores e credores, via variações no nível de preços. Então, a segunda condição é preenchida por diferentes *taxas de empréstimos* associadas com diferentes variações no nível geral dos preços.

Lindahl abandonou, entretanto, o conceito de *taxa normal*, na terceira condição de Wicksell, pela adoção da noção de *taxa de juros neutra*. Esta é a *taxa de empréstimo* que é neutra em relação às variações *esperadas* no nível geral dos preços, não com sua constância. Mas Lindahl percebeu que mesmo este conceito sofreria de certa fragilidade, devido às dificuldades de definição do

---

131 LINDAHL, Eric. Estudios sobre la Teoria del Dinero y del Capital. Madrid, M. Aguilar, 1946 (original em inglês de 1939).

132 STEIGER; op. cit.; p. 225.

nível geral dos preços com respeito a diferentes expectativas, assim como em face das várias possíveis combinações de taxas de empréstimos de curto e longo prazos que são neutras em relação ao nível de preços. Ele então decidiu não empregar a noção de *taxa normal*, restringindo-se a mostrar que diferentes níveis de taxas conduzem a diferentes evoluções no nível geral dos preços.

A posição de Lindahl foi imediatamente atacada por Myrdal, na versão original sueca de *Monetary Equilibrium* (1932), onde interpretou a análise de Lindahl como uma tentativa de desancar o conceito de *equilíbrio monetário*. Para provar tal afirmativa, Myrdal, como Lindahl, discutiu as três condições de Wicksell.

Com relação à primeira condição, tentou mostrar que a *taxa real*, contrariamente ao feito por Lindahl, podia ser tratada como uma entidade *independente*, determinante da *taxa normal de empréstimo*. Entretanto, de acordo com Steiger [133], na edição final inglesa, Myrdal mudou sua opinião, considerando a determinação da primeira condição como sendo *dependente* da segunda.

A análise de Myrdal da primeira condição revelou o *insight* da igualdade das taxas *real* e *de empréstimo* como condição não para o *equilíbrio monetário*, mas para a determinação do investimento. Podia ser usada para explicar *porque* e *como* o equilíbrio é ou não é mantido no mercado de capitais. Isto é, se a segunda condição de Wicksell é ou não é preenchida tornar-se-ia então o único critério para o equilíbrio monetário, o qual Myrdal formulou em termos de análise *ex ante / ex post*.

Em sua investigação da terceira condição de Wicksell - preservar o nível geral dos preços estável -, Myrdal concluiu que o *equilíbrio monetário* é determinado pelas primeira e segunda mais fundamentais condições, ficando esta terceira condição num segundo plano. Uma variação uniforme em todos preços monetários não afetaria nenhum investimento nem perturbaria o equilíbrio no mercado de capitais, desde que os agregados monetários variassem na mesma proporção. Entretanto, as variações nos componentes do nível geral dos preços não são uniformes. Na realidade, alguns preços monetários, como valores de capital, são altamente *flexíveis*, enquanto outros, especialmente salários, são muito *rígidos*. Estes últimos atuariam como uma restrição sobre o sistema de preços.

Se a terceira condição é privada de significado, para a determinação do *equilíbrio monetário*, poderia ser usada como uma *norma para política monetária*, objetivando restaurar um distúrbio no equilíbrio monetário. Como Myrdal enfatizou, isto não significa uma estabilização do nível geral dos preços, mas uma mitigação do ciclo de negócios, trazida por uma adaptação dos preços *flexíveis* aos mais *rígidos*. Isto poderia ser alcançado por uma estabilização de um índice

---

[133] STEIGER; op. cit.; p. 226.

daqueles preços que são, em si, *rígidos.* Na prática, significaria uma estabilização de salários, permitindo aos valores de ativos de capital se moverem.

Vale a crítica de um analista da obra de Myrdal. "Em contraste com Wicksell, que assumiu competição pura em todos mercados, Myrdal relaxou esta hipótese para tomar conhecimento do fato de que a maioria das firmas numa economia moderna atua nos mercados variando graus e severidade da competição imperfeita. Esta reconstrução por Myrdal das condições de equilíbrio de Wicksell parece realística e plausível, até que nos perguntamos como a adaptação dos preços *flexíveis* aos níveis dos *inflexíveis* é alcançada. Para isto, ele não ofereceu nenhuma resposta" [134].

A característica comum entre as teorias da *Escola de Estocolmo* é um óbvio desinteresse na *análise de equilíbrio* e uma preferência pela, nas palavras de Steiger, "casuística *análise de desequilíbrio*" [135]. Leijonhufvud também a critica: "as tentativas realizadas pela Escola de Estocolmo para melhorar o tratamento das expectativas por Wicksell foram menos bem sucedidas, mas produziram uma marca de análise de processo geral no qual quase *tudo podia acontecer*" [136].

A ausência da idéia, no *modelo sueco*, de um centro de gravitação, no ponto de equilíbrio, parece incomodar bastante aos economistas "modeladores". O repúdio à noção de equilíbrio e a aspiração de descrever trajetórias - e não determinar níveis - das variáveis econômicas são os pontos de maior divergência.

3.3.4. **Conceituação Extraída da Segunda Condição do Equilíbrio Monetário: Abordagem Ex Ante / Ex Post do Investimento e da Poupança**

Myrdal distingue entre *resultados esperados*, a que denominou *ex ante*, e *categorias passadas*, ou *ex post*. Desta forma, o investimento *ex ante* é o investimento planejado para um período vindouro, baseado em renda *ex ante* ou planejada, A poupança *ex ante* baseia-se também em renda e consumo futuros esperados. A poupança, o investimento e a renda *ex post* foram realizados em algum período passado e, assim, podem ser examinados mediante registros estatísticos.

"Para explicar as flutuações econômicas, é necessária uma análise *ex ante.* Devem-se examinar expectativas e planos para o futuro. Enquanto as expectativas e os planos se baseiam até certo ponto em experiências e condições presentes ou passadas, não há uma conexão direta entre as duas" [137]. O ocorrido

---

134 UHR; op. cit.; p. 98.
135 STEIGER; op. cit.; p. 227.
136 LEIJONHUVUD; op. cit.; p. 269.
137 OSER & BLANCHFIELD; op. cit.; p. 403.

no passado não garante que ocorrerá o mesmo no futuro: o passado não predetermina o futuro, pois este depende de múltiplas decisões, no presente.

No *cálculo ex post*, há necessidade de um exato balanço entre o investimento *esperado* e o valor do investimento bruto *realizado*. No *cálculo ex ante*, a questão não se refere aos resultados realizados, mas às expectativas, cálculos e planos dirigidos ao processo dinâmico futuro.

Myrdal enfatiza que "uma importante distinção existe entre prospectivos e retrospectivos métodos de cálculo de quantidades econômicas, tais como renda, poupança, e investimento; e que uma correspondente distinção de grande importância teórica deve ser desenhada entre dois métodos alternativos de definir estas quantidades: 1. quantidades definidas em termos de *medidas realizadas* ao fim do período em questão são referidas como *ex post*; 2. quantidades definidas em termos de *ação planejada* no início do período em questão são referidas como *ex ante*. A análise monetária deve usar ambos destes sistemas de definição e examinar suas interrelação, se é para fazer algum progresso. (...) Provavelmente, a principal contribuição deste ensaio, se há alguma, é ter originado os conceitos *ex post* e *ex ante*; e ter enfatizado a importância de claramente reconhecer o período implícito na análise monetária" [138].

O problema real a ser resolvido na teoria monetária, para Myrdal, é: como a tendência à disparidade na equação investimento-poupança se desenvolve, num balanço *ex post*? Como ele mostra, a rota vai sobre elementos puramente dinâmicos de ganhos e perdas, os quais não entram explicitamente nos *cálculos ex ante* - são de fato causados por mudanças nas antecipações. São uma espécie muito particular de custos e receitas nos *cálculos ex post*.

"A causa geral da existência de uma diferença entre os dois [*cálculo ex ante* e *cálculo ex post*] é o *fator de incerteza* no cálculo das antecipações. O processo técnico da produção requer *tempo*: durante este tempo, *mudanças* ocorrem sem que sejam antecipadas *com absoluta certeza*. Resultam em *ganhos* e *perdas*. Estes ganhos e perdas não são, em princípio, nem elementos de renda, nem receita ou custo; nem tampouco são valores de capital. Eles não são preços, mas *variações de preços*" [139].

O conceito de *equilíbrio monetário*, segundo Myrdal, sempre concerne à *tendência de uma situação num ponto particular do tempo*. As quantidades envolvidas devem ser definidas *ex ante*.

O *equilíbrio monetário*, de acordo com o segundo critério de Wicksell, considerado válido por Myrdal, é entendido como a igualdade entre o investimento *ex ante* e a "disposição de capital livre", ou seja, a soma da poupança com as variações do valor do ativo de capital antecipadas. Para

---

138 MYRDAL; op. cit.; p. 46/7.

139 MYRDAL; op. cit.; p. 59/60.

caracterizar o equilíbrio é necessário, então, um fluxo de investimento, estimulado pelas taxas de rentabilidade esperada - a reação dos empresários ao lucro previsto -, compatível com um volume de poupança que é a parcela dessa renda não destinada ao consumo imediato. **A poupança, portanto, possui um caráter monetário.**

Myrdal procura caracterizar a condicionalidade do *equilíbrio monetário*, mostrando a possibilidade de divergência *ex ante* e resolução *ex post*. "Myrdal analisa a possibilidade de divergência entre o investimento e a poupança mediante uma série de exemplos abstratos nos quais a alteração das expectativas ou da taxa de juros gera uma discrepância entre essas magnitudes agregadas" [140].

A independência das decisões de investir e poupar é então caracterizada. *Ex ante*, o desequilíbrio no mercado de fundos é logicamente possível. Os recursos financeiros suplementares demandados pelos investidores são supridos pelo sistema bancário, através de sua capacidade de criação de crédito *ex nihilo*, sem que necessariamente haja uma elevação da taxa de juros monetária.

Ex post, a cada período unitário do *processo cumulativo*, a poupança e o investimento efetivamente realizados devem ser iguais. Em *Monetary Equilibrium*, essa igualdade é obtida através de ganhos e perdas não esperados pelos agentes econômicos. No entanto, Myrdal não identifica os agentes cuja poupança *ex post* corresponde ao acréscimo de investimento real, pois a renda real *ex post* e a sua parcela poupada pelos diversos agentes não é determinada a nível microeconômico. "Porém, dois aspectos do pensamento de Myrdal são expressos claramente: primeiro, é a poupança que, de modo geral, ajusta-se ao nível de investimento almejado; e, segundo, a alteração exógena das expectativas, resulta na frustração *ex post* de demandas e ofertas formuladas com base em antecipações não mutuamente consistentes - a descoordenação das ações dos agentes econômicos é trazida para o momento presente" [141].

Soromenho observa também que, evidentemente, é possível questionar a coerência lógica de um ponto de vista estritamente atomista do raciocínio de Myrdal. Lembra que a busca dessa coerência é objeto de investigações recentes da literatura de macroeconomia do desequilíbrio, na qual procura-se distinguir entre demandas *nocionais* e *efetivas*.

Mas a conclusão mais importante desse intérprete do pensamento sueco é que a reformulação do conceito de *equilíbrio monetário* através das categorias *ex ante* e *ex post* proporciona a Myrdal resultados distintos dos encontrados na teoria de Wicksell. A análise do mercado de capitais permite estabelecer a possibilidade de discrepância entre a poupança e o investimento e sua resolução *ex post*. **A moeda creditícia é não-neutra**. Ela pode ser *passiva* quando sanciona

---

[140] SOROMENHO; op. cit; p. 120.

[141] SOROMENHO; op. cit.; p. 124.

alterações do sistema econômico provindas de mudanças de expectativas (o que deve ser incorporado no **postulado da sancionalidade**). Nesse sentido, **a moeda creditícia simplesmente acomoda decisões econômicas (de produzir, de investir, de consumir, de formar estoques, de fixar preços, etc.) tomadas no chamado setor real. Se o sistema bancário aumentar o volume de crédito através da diminuição da taxa de juros de mercado, as alocações reais serão afetadas**. Sugere-se, assim, o **postulado da não-neutralidade**, para uma Teoria Alternativa da Moeda.

O critério de *equilíbrio monetário*, no entanto, não determina o sistema econômico como um todo. Na teoria de Myrdal, este conceito refere-se somente a agregados macroeconômicos.

Outros comentários críticos são realizados por Myrdal a respeito da teoria de Wicksell [142]. Por exemplo, acha que elementos monopolísticos podem (e devem) ser prontamente incorporados. Um grande obstáculo para a análise prática baseada nesta teoria é geralmente apresentada pela diferença entre efeitos de "curto prazo" e de "longo prazo". Tem que se trabalhar combinações de *condições de crédito*. Há ainda a dificuldade baseada no fato que não somente *política monetária*, mas também *todas outras políticas econômicas* atuam sobre a posição de equilíbrio. Por fim, destaca o problema surgido de *complicações internacionais*. A teoria de Wicksell é válida primariamente para uma economia fechada. É aplicável diretamente, numa análise geral, em termos de uma economia mundial, somente se as fases do ciclo de negócios sincronizam justamente em todas as partes do mundo. Embora seja, obviamente, uma teoria muito formal, não contém elementos que a excluem da possibilidade de reparos e adaptações em todos os pontos, em correspondência com os fatos observados. Por isso que é cientificamente tão frutífera.

3.3.5. Conceito Extraído da Terceira Condição de Equilíbrio Monetário: o Nível dos Preços

A terceira condição, para o *equilíbrio monetário*, no sistema de Wicksell, está relacionada com as condições do mercado de bens. A *taxa de juros normal* é a taxa monetária necessária de maneira a fixar estavelmente o nível geral dos preços dos bens finais. No entanto, como visto, Myrdal mostrou que as condições de equilíbrio em si só permitem algum movimento do nível dos preços absolutos, desde que este movimento seja perfeitamente uniforme para diferentes preços. Em outras palavras, sem alteração de preços relativos.

Essa hipótese é insustentável, para Myrdal. Em primeiro lugar, há contratos de crédito, estipulando taxa de juros *fixas*, e outros contratos, com taxas

---

142 MYRDAL; op. cit.; p. 206/7.

flutuantes, que se estendem ao longo do tempo. Em qualquer movimento do nível geral dos preços, que não tenha sido antecipado com plena certeza por todos aqueles que tomem parte na formação de preço, a distribuição de rendas e propriedade deve necessariamente mudar. Consequentemente, a demanda e a oferta de diferentes mercadorias variam, assim como suas relações de preços, inclusive a relação específica de preços relevante para o *equilíbrio monetário*.

Mas há um elemento geral de *inércia* no ajustamento do sistema econômico às primeiras variações. Alguns preços reagem mais rápido e outros mais devagar. Ademais, **sob monopólio, ou em mercados com pequeno número de grandes competidores, preços existentes são frequentemente administrados por uma política de manutenção de preços - mesmo contra violentas mudanças na demanda**.

Myrdal mostra assim a *inércia* na formação dos preços e a *inflexibilidade* desses preços administrados como uma restrição sobre o sistema de preços. "Uma política monetária apontada para preservar as relações de equilíbrio deve, portanto, adaptar os preços *flexíveis* ao nível absoluto dos *fixos* [*sticky*]" [143].

No caso da hipótese em que todos indivíduos *antecipam* todas variações dos fatores primariamente determinantes de preços, e todos efeitos dessas variações, os agentes econômicos tornam-se independentes dos fatores de inércia. Mas, na realidade, há sempre incerteza a respeito dos dados futuros, e desde que todas reações de formação de preços levam tempo, as condições de equilíbrio fornecem, para Myrdal, em função destas duas razões, uma condição definida para a evolução do nível geral dos preços.

"Rigidez menor dos preços de diferentes bens e serviços, e para os mesmos bens e serviços em vários mercados, depende de diferentes circunstâncias institucionais - lei, convenção, hábitos de consumo, métodos de produção, padrões de propaganda, políticas de preços, todo tipo de elemento monopolístico, e várias outras circunstâncias - que determinam as condições de reação para preços em diferentes mercados: condições relacionadas não somente com a oferta e a demanda, mas também com o *preço de oferta* e o *preço de demanda*"[144].

O nível geral dos preços, sob *equilíbrio monetário*, deve ter então essa tendência que permite o cumprimento das condições de equilíbrio das relações de preços com a menor possível variação dos *preços rígidos*.

---

143 MYRDAL; op. cit.; p. 135.

144 MYRDAL; op. cit.; p. 135.

3.3.6. O Método de Desequilíbrio na Teoria dos Movimentos dos Preços

A sugestão de Wicksell, segundo alguns intérpretes, teoricamente não implica na invalidação da Teoria Quantitativa da Moeda. Por exemplo, Soromenho mostra que "em um modelo de equilíbrio geral com moeda e sistema bancário, à feição de Patinkin, a interação entre a oferta e a demanda monetária por todos os bens possibilita a determinação do nível de preços através do *efeito liquidez real* privado e bancário. A diminuição dos saldos monetários desejados implica no aumento do dispêndio global. Similarmente, a presença de um ativo não produzível [moeda] permite que a renda oriunda da atividade produtiva não se transforme em demanda recorrente. Sob essa perspectiva, a proposta de Wicksell pode ser interpretada como uma afirmação da necessidade de fundamentar a teoria quantitativa com base nos comportamentos individuais - e, portanto, nas demandas e ofertas dos agentes e, em seguida, nos seus agregados" [145].

No entanto, **a interpretação da *Escola de Estocolmo* sobre Wicksell, apesar dele conceber sua própria teoria como um elo entre a teoria quantitativa e a teoria real, foi de que ele forneceu as bases para uma abordagem fundamentalmente distinta**. Em vez de continuar as investigações de Wicksell, seguindo a linha orgânica de sua metodologia, seus discípulos submeteram a obra do mestre ao que Myrdal denominou *crítica imanente*. Fruto desta crítica, como apontou Torres [146], foi a moderna teoria monetária e do ciclo, produzida pela *Escola de Estocolmo*.

Em sua tentativa de reabilitar a Teoria Quantitativa da Moeda, Wicksell teve que desfazer a relação direta entre a quantidade em circulação da moeda e os preços, e criar a abordagem através da oferta e demanda agregadas, desequilibradas via desajuste de juros, como ponto de partida para explicar os movimentos do nível geral dos preços. Mas jamais deixou claro o que entendia por demanda e oferta de todos os bens. Coube a Lindahl desenvolver e sistematizar sua *teoria da renda*, definindo os agregados necessários à investigação do *processo cumulativo*.

Essa foi uma primeira aplicação do método da *crítica imanente*. Lindhal considerou que a Teoria Quantitativa da Moeda não possuiria o atributo da generalidade, devido à sua inaplicabilidade ao sistema de crédito puro, com oferta de moeda creditícia endógena. Portanto, **a reabilitação que Wicksell fez da teoria quantitativa foi, na realidade, sua destruição.**

Pela *interpretação alternativa*, a relação entre o volume de meios de pagamentos e os preços se produz através do mercado de crédito, pelo aumento ou diminuição da taxa de juros, que ao afetar ao investimento modifica o nível de

---

145 SOROMENHO; op. cit.; p. 66/7.

146 Manuel TORRES escreveu a introdução à edição espanhola do livro de LINDAHL; op. cit.; p. XIII.

renda e a demanda, repercutindo nos preços. A relação entre a quantidade de moeda e os preços ficou, na argumentação, reduzida a uma reação de tipo secundário, que pode ser compensada por distintas causas. Além disso, é influenciada pelas variações na oferta de mercadorias, como resultado do aumento ou da diminuição do nível de produção.

Para Lindahl, se a finalidade da teoria econômica consiste em explicar os fenômenos econômicos, deve considerá-los como produto dos esforços humanos, colocando-se em contacto com os fatores psicológicos em que se apoiam. Portanto, o ponto de partida do investigador econômico deve residir nos planos dos agentes econômicos.

Quando, numa economia de mercado descentralizada, existem muitos sujeitos econômicos, há muitos planos distintos em ação. Partindo dos planos vigentes em certo ponto do tempo, um economista pode explicar as ações que se apresentam e a totalidade do desenvolvimento como um resultado destas ações e dos fatores externos. Porém, o período durante o qual todos os planos permanecem invariáveis é forçosamente muito curto. Casualmente, quando, nesse curto período, os preços e as quantidades vendidas se correspondem entre si, sob o ponto de vista não só do desejo dos compradores, senão também da vontade dos vendedores, pode-se falar de um *equilíbrio de curto prazo no mercado.* Em outros períodos, as expectativas dos vendedores ou dos compradores não se cumprem ao longo do processo. O desvio entre as expectativas e o curso real dos acontecimentos dá motivo a que se modifique os planos dos agentes. Neste caso, pode-se falar de um *desequilíbrio de curto prazo.*

Lindhal argumenta que a Teoria Quantitativa da Moeda não conduz a uma explicação das variações no valor da moeda que seja satisfatória e válida em sentido geral. O ponto de partida para abordar o problema das variações no valor da moeda contemporânea pode ser encontrado na *teoria geral dos preços.*

"É certo que o problema dos preços tem sido tratado ordinariamente sob supostos estacionários, e então tem compreendido somente os preços relativos, num estado determinado de equilíbrio. Porém, se a teoria se estende às condições dinâmicas, deve incluir não só o tratamento dos preços relativos em cada período, mas também as relações de preços entre os diferentes períodos incluidos no processo dinâmico. Se se acha um índice médio para essas relações 'íntertemporais' dos preços, ficará determinada uma expressão da posição relativa do nível de preços em diferentes períodos. Desta forma seria possível chegar a uma teoria das variações no valor monetário" [147]. Nessa linha teórica, desdobra-se uma Teoria Alternativa da Moeda.

O problema dos preços era estudado pelos autores neoclássicos sob o *suposto da livre concorrência*, pelo qual os preços vigentes em certo período eram considerados como o *resultado* da operação de certas funções dadas de

---

147 LINDAHL; op. cit.; p. 5.

demanda e oferta, durante o período. Lindahl acha esta construção apropriada somente quando se utiliza para a análise da *posição de equilíbrio* de um preço ou sistema de preços. Porém, num caso dinâmico real, não ocorre necessariamente a igualdade entre a demanda e a oferta.

Sob um ponto de vista dinâmico e realista, deve-se distinguir entre duas classes de ação, que são o fundamento do processo dos preços: por um lado, ações mediante as quais os preços (referidos a bens ou serviços específicos numa quantia determinada ou indeterminada) são *oferecidos* pelos vendedores ou os compradores; e, por outro lado, ações pelas quais essas ofertas são *aceitas* pela outra parte (com frequência numa extensão maior ou menor que a esperada pelos ofertantes). Ambas classes de ações têm lugar em *momentos* do tempo definidos, porém as ofertas são válidas para um certo período de tempo ou até novo aviso. Assim, o processo dos preços não é contínuo.

Descrito graficamente, os preços de oferta e de demanda aparecem com linhas paralelas ao eixo do tempo (*horizontais*), com movimentos descontínuos nos pontos em que os preços mudam. As transações verificadas a esses preços aparecem como linhas perpendiculares ao eixo do tempo (*verticais*), naqueles pontos em que as funções coincidem.

Uma alteração dos preços oferecidos pelos vendedores ou compradores está ordinariamente combinada com alguma modificação do plano geral dos negócios. Portanto, as variações dos preços têm lugar nos pontos de transição entre os períodos; não ocorrem movimentos dos preços durante os períodos propriamente ditos. O problema central dos preços, enquanto afeta à determinação dos preços oferecidos pelos vendedores ou compradores, está relacionado com os fatos que ocorrem nos pontos de transição entre (e não durante) os períodos.

O anúncio de novos preços, p. ex., por certo vendedores, induzirá aos interessados nesses preços modificar seus próprios planos de ação e, eventualmente, os preços por eles mesmos oferecidos. A *aceitação* (pelos compradores) dos preços oferecidos (pelos vendedores) pode ser referido ao período de tempo que segue imediatamente ao anúncio do preço oferecido ou a um período posterior. Se essas transações não estão de acordo com as previsões (dos vendedores), conduzirão em muitos casos a uma nova modificação dos planos baseados nas previsões anteriores. Porém, as reações ordinariamente não são bruscas.

Com o objetivo de ilustrar seu método, Lindahl dá o seguinte exemplo. "O ponto de partida supomos que é a manhã de certo dia. Supomos também que todos os vendedores tenham anunciado já seus preços e que todos os negociantes e consumidores, guiados por esses preços, por outras circunstâncias conhecidas e por suas expectativas do futuro, tenham tomado suas decisões quanto às modificações necessárias dos planos de suas atividades

econômicas durante o dia. Assim, cada produtor decidiu quanto e como teria de produzir, quais serviços, materias primas e bens de capital teria de comprar, e cada consumidor, de que forma gastará sua renda. Durante o dia, esses planos são levados a cabo da forma mais completa possível. Na noite do mesmo dia, cada indivíduo faz um balanço dos incidentes da jornada e o reflete em suas ações para o futuro imediato. Os produtores e comerciantes passam em revista seus estoques e seus pedidos. Se um produtor recebeu mais pedidos dos que esperava, necessitará elevar seus preços. Outro produtor, por motivos contrários, se verá na necessidade de abaixá-los. O primeiro aumentará provavelmente sua produção, e o segundo a diminuirá. Na manhã do dia seguinte, novos preços são anunciados, os planos são modificados e o processo continuará então da mesma forma que o dia anterior" [148].

Com a *Escola de Estocolmo*, facilitou-se enormemente uma análise da evolução dinâmica dos preços, mediante a adoção da distinção entre cálculos realizados *ex ante* e *ex post*, ou entre cálculos expectacionais e retrospectivos.

Os fatores mais importantes que influenciam nas decisões dos vendedores para variar seus preços de um período ao seguinte são os desvios entre as transações *previstas* e aquelas *efetivadas* na realidade. Portanto, para Lindahl, as forças que geram os movimentos correntes dos preços são principalmente o excesso ou a carência da demanda prevista pelos vendedores ao fixarem, anteriormente, seus preços.

Em certo sentido, o preço é um *fator independente*. Pode ser determinado a partir das condições de oferta e demanda dominantes no período, concebidas abstratamente como independentes do preço que determinam. Essas condições são consideradas então como se não fossem afetadas pelo preço estabelecido nesse período. Os custos e as rendas não são afetados pelos mercados de preços até o período seguinte. Mas também pode-se obter relações de renda e custo - nas quais estão baseadas as curvas de demanda e oferta, respectivamente - coordenadas com o preço corrente. Segundo Lindahl [149], esta seria uma posição de *equilíbrio temporal*, caracterizado pela *interdependência* entre os preços e as funções de oferta e demanda durante o período.

O *método de equilíbrio*, pelo contrário, tem como suposto básico de que a quantidade de bens de consumo vendidos é independente dos preços recebidos por eles. Mas, na realidade, essa quantidade pode ser ajustada, ao menos parcialmente, aos preços por meio de variações no volume de *estoques*, característica do *método do fix price*. Numa análise realista dos movimentos dos preços correntes é mais correto, portanto, seguir o *método do desequilíbrio*, indicado anteriormente.

---

[148] LINDAHL; op. cit.; p. 240.

[149] LINDAHL; op. cit.; p. 243.

A análise do *processo cumulativo* é desenvolvida por Lindahl através da demonstração de como as alterações da taxa de juros monetária afetam as expectativas e, em consequência, as decisões dos agentes econômicos no tocante aos componentes de demanda e oferta agregadas. As decisões empresariais possuem um caráter crucial. A existência de posições estratégicas ocupadas por determinados agentes leva a Soromenho a comparar o raciocínio com o do *postulado atomista*.

"A hipótese de uma sociedade atomizada implica que os agentes dificilmente possuem um conhecimento pormenorizado das diversas atividades da economia. De um ponto de vista individual, cada empresário é capaz de decodificar os sinais de mercado no qual atua. Assim, um acréscimo do preço é claramente traduzido como um indicador do que ocorre no seu mercado específico. No entanto, alterações nos sinais de outros mercados não fornecem informações significativas a esse empresário. A ausência de perfeito conhecimento na sociedade atomizada não lhe permite traduzir de forma clara o significado dos sinais emitidos nos demais mercados" [150].

Cada empreendedor ordena as diversas possibilidades de investimento segundo a *lucratividade esperada*, ou seja, de acordo com suas expectativas sobre a compatibilidade de sua iniciativa com os futuros desejos e necessidades dos demais agentes, expressos no mercado. O mercado financeiro, ao estabelecer um preço dos recursos necessários ao financiamento dos investimentos, cumpre a dupla finalidade de ordenar, segundo sua lucratividade, os diversos projetos, e canalizar os fundos não destinados ao consumo para as atividades produtivas. O preço estabelecido nesse mercado, a taxa de juros, surge, portanto, como uma síntese do estado geral dos negócios da economia. Supre, parcialmente, a deficiência informativa própria da sociedade atomizada.

3.3.7. **Escola de Estocolmo e Antecipação a Keynes**

De acordo com Hicks, é possível falar de duas diferentes revoluções nos anos 1930's. "Passar de um puro método a outro [*flex-price* para *fix-price*] é quase uma revolução. (...) entre seus dois trabalhos [*Treatise on Money* e *General Theory*], Keynes moveu-se na direção do novo método. (...) uma correspondente mudança ocorreu na Suécia. A forma original (1929-30) da teoria de Lindahl (...) era puro *equilíbrio temporário*. Mas no *Monetary Equilibrium* (1933), como indica o título, a mudança é iniciada. Na *Economic Expansion* (1937) está justamente completa. No último trabalho de Lindahl (...) ele também moveu-se na mesma direção" [151].

---

150 SOROMENHO; op. cit.; p. 78.

151 HICKS (1965) **apud** HANSSON; op. cit.; p. 211.

Uma revolução referiu-se aos *métodos dinâmicos*, e neste campo a Escola de Estocolmo teve o maior papel, enquanto a outra foi a revolução keynesiana em sentido estrito, i.e, o *princípio da demanda efetiva*. Nesta perspectiva, segundo Hansson, a contribuição de Keynes na *General Theory* e a contribuição da Escola de Estocolmo são mais *complementares* do que *antagônicas*.

Por isso, não haveria razão de se dizer que a Escola de Estocolmo foi extinta pela revolução keynesiana. Mesmo porque **alguns dos *métodos dinâmicos* desenvolvidos pelos suecos tornaram-se parte da apresentação da mensagem keynesiana pelos autores pós-keynesianos**. Por exemplo, o modelo gasto-renda analisa as decisões de gastos e as acomodações em estoques (e quantidades) via as noções de *ex ante* e *ex post*.

Interessante também é a posição de Hicks [152] a respeito da reinterpretação da doutrina de Wicksell, por seus sucessores, seja da Escola de Estocolmo, seja keynesianos. Hicks coloca a questão: como a taxa *natural* pode ser uma taxa *real*, que deve ser expressa em algum conjunto de bens, e ser comparada a uma taxa de juros *de mercado*, que deve ser expressa em termos de moeda?

Para essa questão, há várias saídas. Há a saída de Keynes, pela qual aquilo que tem que ser comparado com a *taxa de juros de mercado* não é a *taxa real* de Wicksell, mas a *eficiência marginal do capital*, ela própria uma *taxa monetária*, influenciada não só pelos fatores reais de Wicksell, mas também por expectativas sobre os preços e até, de um modo mais geral, pelo estado de espírito dos empresários. Outra saída seria, à maneira dos sucessores de Wicksell - Hicks cita Lindahl, Myrdal e parte de sua própria obra *Value and Capital* de 1939 e *Capital and Growth* de 1965 -, a conversão do modelo de Wicksell num modelo sofisticado de *equilíbrio temporal*, tornando o investimento corrente dependente de expectativas e o equilíbrio uma condição em que as expectativas não são desapontadas.

Numa fase de autocríticas, Hicks achava que essas interpretações extrapolaram o modelo de Wicksell. Quando se olha Wicksell à luz de seu problema e de sua própria experiência, seguramente deveria ser interpretado de forma mais simples, e não de um modo demasiadamente "expectacional". Uma geração posterior de economistas acha fácil tal interpretação; mas atribuí-la a Wicksell, em sua época, é provavelmente um anacronismo. Portanto, quando se coloca Wicksell em seu contexto histórico, isso não está muito certo.

Shackle possui outra interpretação. A Keynes teria parecido necessário usar uma construção de *equilíbrio* para discutir as consequências da ignorância e da *incompatibilidade* mútua das expectativas sustentadas por um e por outro grupo de agentes econômicos. No entanto, "já existia, quando Keynes estava escrevendo a sua *Teoria Geral*, uma construção que, assim o cremos, melhor

---

152 HICKS, John. Perspectivas Econômicas: Ensaios sobre Moeda e Crescimento. RJ, Zahar, 1978 (original de 1977). pp. 82-84.

atenderia ao seu propósito. Os discípulos de Knut Wicksell, principalmente Erik Lindahl e Gunnar Myrdal, propuseram-se, no fim da década de 1920, examinar, de um ponto de vista totalmente simpático e dir-se-ia mesmo de fidelidade filial, o famoso Processo Cumulativo do seu mestre Wicksell no qual as expectativas dos homens de negócios os levam a ações que, no conjunto dos seus resultados, falsificam aquelas expectativas em uma dada direção e assim induzem novas expectativas que sofrem, novamente, um processo de auto falsificação na mesma direção e assim por diante. O processo de Wicksell referia-se ao nível geral dos preços e não ao vulto do produto geral ou ao nível de emprego, mas sua idéia essencial, que Myrdal e Lindahl tornaram explícita, era aplicável a qualquer espécie de ação e de resultado" [153].

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

O tema da *General Theory* requer, para Shackle, a linguagem de *ex ante* e *ex post*, pois se trata de uma teoria da *decisão*, e a decisão é *ex ante*. Faz referência a um intervalo de tempo do futuro, no concernente ao qual, no presente, só podem haver intenções, planos ou decisões. Dependerão, para sua realização, da compatibilidade de uns com outros, e com o curso da natureza não-humana, assim como com a conduta humana não deliberada de cada momento. Para esse autor, não existe "nenhum nexo" entre essas ficções, às quais chamamos de *expectativas*, inventadas por uma pessoa ou um grupo de pessoas, e as inventadas por outra ou outro.

A *taxa natural* é, segundo Shackle, "um composto de *expectativas*, de *pensamentos originais*, sugeridos meramente por correntes de impressões, diversamente recebidas por diferentes indivíduos. É esta natureza das expectativas, evasiva e por demais sutil, o que obrigou ao teórico da economia, em sua tarefa de simplicação mediante abstração, a excluí-las totalmente ou a escondê-las em uma 'caixa-preta', como é a taxa de juros natural ou a eficiência marginal do capital. O tratamento que recebem é *arbitrário*. Não pode descansar na lógica mediante a qual se determina rigidamente o *equilíbrio geral*, essa imagem de racionalidade" [154].

A expressão *taxa natural* sugere uma produtividade determinada tecnologicamente. Myrdal descartou esta noção em favor de uma comparação dos lucros líquidos esperados, descontados dos totais dos bens de capital, em todos

---

153 SHACKLE, G. L. S.. Um Esquema de Teoria Econômica. RJ, Zahar, 1969 (original de 1965). p. 61.

154 SHACKLE, G. L. S.. Epistemica y Economia Critica de las Doctrinas Economicas. Mexico, Fondo de Cultura Economica, 1976 (original de 1972). p. 356.

seus anos de uso esperados. Incluiu entre os fatores determinantes a *incerteza inseparável da expectativa*. Myrdal não se referiu explicitamente à *mutabilidade*, que também deve ser inerente à qualquer variável ou programa dependente da expectativa. Para Wicksell, entretanto, foi a *taxa monetária* a que mais era propensa a variar, posto que se via afetada pelas circunstâncias e respostas variadas do sistema bancário [155]. Mas Wicksell advertiu que a *taxa de juros natural* estava também sujeita a mudanças, às vezes muito intensas [156].

Shackle era um entusiasta da "novidade radical do empreendimento de Myrdal", ao ter originado os conceitos *ex ante* e *ex post*. "Pela primeira vez, uma teoria econômica se baseava na construção imaginativa dos homens de um futuro desconhecido. O próprio Myrdal não o expressa assim, contentando-se em referir a antecipações e a suas incertezas. Porém, a mudança dramática e inflexível de fundamento teria que ser vista no seu significado pleno. A visão da economia como uma contrapartida da mecânica celestial estava sendo abandonada. A diferença, em natureza e essência, entre o passado de qualquer momento e o futuro daquele momento, a não determinação do último pelo primeiro, exceto, no máximo, através dos pensamentos dos homens mal fundamentados num conhecimento apenas parcialmente relevante e bastante insuficiente, contrastava completamente com um modelo de ações individuais *pré-reconciliadas*, com um modelo de equilíbrio geral onde o mercado leva as ações dos homens a uma coerência racional, assim como o mar traz os navios ao mesmo nível" [157].

Myrdal, segundo Shackle, libertou a teoria econômica da premissa tácita e limitadora de que a economia se move como os planetas, em caminhos conhecidos cada qual na sua totalidade, independemente do ponto no qual um dado planeta se encontra no momento em que estamos calculando sua órbita. O futuro não é conhecido para aqueles cujas decisões, no seu efeito conjunto e na sua interação, o determinam.

O que se imagina para um período por vir, em última instância, como elo numa corrente de impulsos, tem que ajudar a configurar o que, *ex post*, surgirá como os fatos desse período. A concepção, em seu conjunto, foi capaz de afastar uma massa de confusões que provinha do tratamento dos assuntos econômicos como se fossem algo *mecânico ou hidráulico*, em vez de ser *subjetivo e psíquico*. A Teoria Quantitativa da Moeda é *hidráulica*. Para deixar uma impressão (*marca*) no preço, segundo esta teoria, o dinheiro (*liquidez*) tem que chegar ao lugar (*nível*) no qual se troca efetivamente por bens. Se estiver num patamar inferior, o nível geral dos preços abaixa até encontrá-lo. Se superior, sobe.

A distinção que faz Myrdal entre a visão *ex ante* e a visão *ex post*, na opinião de Shackle, foi um dos discernimentos mais transformadores que já

---

155 SHACKLE; op. cit. (1972); p. 357.

156 WICKSELL; op. cit. (1911); p. 283.

157 SHACKLE, G. L. S.. Origens da Economia Contemporânea: Invenção e Tradição no Pensamento Econômico (1926-1939). SP, Hucitec, 1991 (original *The Years of the High Theory* de 1967). p. 96.

ocorreram na economia teórica. Acha que esta noção foi um traço de gênio [158]. Para ele, o livro de Myrdal estabelece um avanço teórico tão grande quanto o do próprio Wicksell e fornece uma inovação ainda maior. "Não existe nisto nenhum paradoxo. *Todo* escritor precisa começar com um aparelhamento ou mesmo um esquema de idéias pré-concebidas. De fato, é óbvio que escrever *in vacuo*, começar inventando idéias que não devem nada a ninguém do passado é inconcebível ou poderia ser somente um trabalho de um louco que, se ele o realizasse, não comunicaria nada ao mundo exterior. Uma idéia pode apresentar um elemento de novidade poderosa, mas precisa também apresentar aspectos familiares, caso contrário ela não significaria nada para nós, ela poderia encontrar lugar no nosso pensamento, ela não poderia se ligar a nenhuma estrutura conceitual nossa ou mesmo pertencer à própria linguagem" [159].

No entanto, para a maioria dos homens, o apego a uma idéia, uma vez entendida e familiarizada, é demasiadamente forte. **A invenção de uma nova teoria (como uma Teoria Alternativa da Moeda) requer, antes de mais nada, um questionamento e uma libertação da velha teoria (a Teoria Quantitativa da Moeda), e todos os hábitos, instintos e indolências lutam contra tal libertação.**

Na opinião de Shackle, exceto pelas colocações de ênfases, o *Monetary Equilibrium* de Myrdal antecipou em tudo a *General Theory* de Keynes. "Foi sua paixão por idéias exatamente formuladas, claras, quantificáveis e bem identificadas que permitiu que Myrdal, ao aplicá-la às sugestões poderosas de Wicksell, dissesse, em 1931, em sueco, muito das coisas que Keynes iria dizer em 1936, em inglês. (...) se a *General Theory* nunca tivesse sido escrita, o trabalho de Myrdal teria fornecido eventualmente quase a mesma teoria" [160].

Sugere, então, uma linha contínua de pensamento que parte de Wicksell, passa por Myrdal, até Keynes. No entanto, na teoria de Wicksell-Myrdal, a resposta principal ao fortalecimento geral da demanda é um aumento nos preços; na concepção de Keynes, a resposta é um aumento do emprego e das produções físicas.

A prática de Keynes foi um método não-diacrônico, em que negava a estabelecer explicitamente qualquer marco formal de idéias acerca do tempo. Evidentemente, contrastava com o recurso da *Escola de Estocolmo* de analisar sequências de períodos. Sua aparente ortodoxia metodológica, em seu tratamento ou menosprezo do tempo, proporcionou um meio a seus exegetas para desviar também seu significado até algo muito semelhante à economia convencional [161].

---

158 SHACKLE; op. cit. (1972); p. 455.
159 SHACKLE; op. cit. (1967); p. 120.
160 SHACKLE; op. cit.; p. 121/3.
161 SHACKLE; op. cit. (1972); p. 457.

A ênfase dada à argumentação de Shackle é porque ela articula a *Escola de Estocolmo* e a *Escola Pós-keynesiana*. Propõe, para esta, uma releitura de Keynes, segundo o *método dinâmico* dos pós-wicksellianos, como será visto, no próximo capítulo.

CAPÍTULO 4

ESCOLA PÓS KEYNESIANA

"(Meu próprio preconceito contra a Teoria Quantitativa da Moeda data de agosto de 1923, quando tinha 18 anos. Minha família estava numa estação de veraneio no mar Báltico. Ao final do mês, as impressoras de notas alemãs entraram em colapso. Os bancos racionaram-nas severamente para seus clientes. A pedido de meu pai, eu passava três horas toda manhã numa fila fora de um banco, somente para retirar uma soma em notas inteiramente inadequada para as necessidades familiares. Mas o colapso não colocou nenhuma curva sobre a regular duplicação dos preços a cada 24 horas.) Eu admito predispor contra a Teoria Quantitativa da Moeda, mas ela parece-me ter seriamente impedido o desenvolvimento do pensamento monetário - com extremamente sérias consequências no caso de Keynes" [162].

4.1. INTRODUÇÃO

Esta introdução dividi-se em dois subtópicos, um sobre o emprego da Teoria Quantitativa da Moeda na obra de Keynes, outro sobre a releitura desta obra através do método *ex-ante* e *ex-post* da *Escola Sueca*. Justifica-se o por que da escolha dessa releitura realizada pela *Escola Pós Keynesiana* - e não de uma leitura exegética da obra original keynesiana - como uma das fontes para elaboração de postulados de uma Teoria Alternativa da Moeda.

4.1.1. Keynes e a Teoria Quantitativa da Moeda

É incomum encontrar, na pretensa imparcialidade da literatura científica, um depoimento pessoal como este citado na epígrafe. Tornou-se uma referência. Com a autoridade de ser, como reconheceu Keynes, quase um coautor da *Teoria Geral*, Richard Kahn [163], em seu *The Making of Keynes' General Theory*, revela o emprego da Teoria Quantitativa da Moeda na obra de Keynes [164].

---

162 KAHN, Richard. The Making of Keynes' General Theory. Cambridge, Press Syndicate of the University of Cambridge, 1984. p. 52.

163 Na biografia de John Maynard Keynes, Harrod conta que, durante o tempo em que Keynes estava escrevendo seu *Tratado da Moeda*, entrou em cena seu discípulo mais distinto do período entre as duas guerras: Richard Kahn. Keynes se deu conta imediatamente de sua qualidade, e não tardou em empregá-lo para que o aconselhasse e o ajudasse em seus trabalhos principais. Kahn, o elaborador do "multiplicador", passava a Keynes os resultados das discussões semanais do *Tratado da Moeda*

"Keynes tinha 40 anos de idade, quando publicou seu *Tratado sobre a Reforma Monetária* [*Tract*], em 1923. Ele gastou uma considerável parte dos doze anos seguintes de sua vida numa luta para escapar da influência da Teoria Quantitativa da Moeda - sucesso alcançado pela publicação, no início de 1936, de sua *Teoria Geral*, com o *Tratado da Moeda* [*Treatise*] representando uma fase intermediária" [165].

O *Tratado sobre a Reforma Monetária* foi inspirado pela importância de assegurar estabilidade ao nível geral dos preços, como um resultado de dar mais atenção à lição indicada pela Teoria Quantitativa da Moeda. Keynes - até recentemente um funcionário do Tesouro - escreveu-o sob o impacto das hiperinflações do pós-guerra. Enxergava a excessiva emissão de notas na Alemanha (e outros países) principalmente como uma forma de taxação, *a la* "imposto inflacionário".

Entretanto, era possível uma interpretação não quantitativista daquela conjuntura, na Alemanha de 1923. Havia, no contexto da hiperinflação, um grande volume de ativos que podia ser gasto no mercado. Não só o dinheiro, mas vários títulos financeiros podiam ser convertidos na medida das necessidades e gastos se houvesse o impulso de fazê-lo. A experiência alemã do início da década dos 20's mostrou a possibilidade de que os ativos líquidos fossem lançados no mercado, destruindo os melhores cálculos macroeconômicos. Ao contrário do que dizia a Teoria Quantitativa da Moeda, isto era induzido pela própria inflação. Os ativos líquidos eram trocados por bens ou ativos físicos, antes que os preços subissem mais.

No entanto, "Keynes apresentou-se em seu *Tratado sobre Reforma Monetária* como um fanático crente da Teoria Quantitativa da Moeda, acreditando plenamente no sentido causal de determinação do nível geral dos preços pela quantidade de moeda. No *Tract*, Keynes era ortodoxo quanto à Teoria Quantitativa da Moeda como qualquer antigo economista, e mais ortodoxo que vários. Ele era muito mais estritamente monetarista que Marshall e Pigou" [166].

O próprio Marshall, *mestre* de Keynes, refere-se criticamente à Teoria Quantitativa da Moeda, no *Money, Credit and Commerce*, publicado no mesmo

---

pelo "círculo de Cambridge", a notável geração jovem em Cambridge, nos anos 30's: entre outros, P. Sraffa, R. F. Harrod, J. E. Meade, J. Robinson. HARROD, R. F.. La Vida de John Maynard Keynes. México, Fondo de Cultura Económica, 1958. pp. 496/7.

164 Segundo Kahn, Keynes não teve educação sistemática em Economia. Sua graduação foi em Matemática, escreveu sua tese sobre Probabilidade e era firmemente associado com os filósofos de Cambridge: B. Russel, G. E. Moore, L. Wittgenstein, etc.. Mas Keynes absorveu Economia "por todos os poros" enquanto vivia com seus pais em Cambridge. Marshall era um amigo da família e foi quem convenceu Keynes a estudar Economia. Com sua experiência de funcionário especialista em finanças e moeda, em 1909, Keynes começou fazer conferências em Cambridge sobre Moeda, Crédito e Preços. Era não só um teórico, mas também um realista pragmático.

165 KAHN; op. cit.; p. 51.

166 KAHN; op. cit.; p. 53.

ano de 1923. Argumenta que esta teoria é de inspiração tautológica, e julga quase não-factíveis as condições necessárias para sua validação. Considerando a necessidade de uma função de demanda por moeda estável, as seguintes variáveis deveriam permanecer constantes ou estáveis: a população, o volume de negócios *per capita* transacionados pela população, o percentual desses negócios que é diretamente afetado pela moeda, e a eficiência (ou rapidez de circulação média) da moeda. Mesmo que estas condições fossem alcançadas, a Teoria Quantitativa da Moeda, para Marshall, torna-se "quase um truísmo". Segundo Lopes e Andrade, "esta posição é muito semelhante à de Keynes do *Treatise on Money* (1930), ao mesmo tempo que se alinha com Thornton (1802)" [167].

A Teoria Quantitativa da Moeda clássica é aceita por Marshall apenas no longo prazo. Curiosamente, Keynes afirma, também em 1923, sobre a Teoria Quantitativa da Moeda: "Esta teoria é fundamental. Sua correspondência com os fatos é inquestionável" [168]. Mas, quatro páginas após, nega sua validade, na forma em que é normalmente apresentada, exceto no longo prazo. "Mas este longo prazo é um guia confuso para a conjuntura. No longo prazo estaremos todos mortos" [169]. Uma variação na quantidade de moeda, num período mais curto que esse longo prazo, poderia ser a própria causa de uma variação no *k*, na fórmula representativa da Teoria Quantitativa da Moeda, segundo a *Equação de Cambridge*: M = kPY. Keynes questionava, portanto, os postulados da *proporcionalidade* e da *velocidade de circulação da moeda estável* da teoria quantitativa.

Nos rascunhos anteriores ao *Treatise on Money,* a Teoria Quantitativa da Moeda continuou por um tempo a dominar o pensamento de Keynes. Kahn demonstra, através de várias passagens desse livro de 1930, como Keynes continou fascinado por essa Teoria. Porém, esta foi a primeira ocasião no qual Keynes admitiu que a Teoria Quantitativa da Moeda era um truismo. Estava nele também a semente do que floresceu, na *Teoria Geral*, sob o nome de Teoria da Preferência pela Liquidez.

Harrod é um entusiasta do *Treatise on Money*, publicado em dois volumes em dezembro de 1930. Para ele, "esta grande obra encerra a sabedoria acumulada por Keynes sobre a moeda, que constituía de um modo preeminente o campo de sua especialidade. (...) É sua obra mais madura. Não cabe dúvida que, quando a escreveu, esperava que durante muito tempo seria o texto mais autorizado sobre o tema. (...) O *Tratado sobre a Moeda* teve má sorte. Desde que se publicou foi menos lido do que esperava o autor quando escreveu. (...) Não obstante, tem certa validez a afirmação de que o estudante do futuro, se tem que

---

167 LOPES, C. M. & ANDRADE, J. P.. Moeda, crédito e ciclos em Marshall. in SILVA, M. L. F. (org.). Moeda e Produção: Teorias Comparadas. DF, Ed. UnB, 1992. p. 87.

168 KEYNES, J. M.. Breve Tratado sobre la Reforma Monetaria. México, Fondo de Cultura Económica, 1992. (original de 1923). p. 91.

169 KEYNES; op. cit.; p. 95.

escolher entre os trabalhos de Keynes, obterá do *Tratado* a melhor perspectiva de sua contribuição à economia. (...) A aparição da *Teoria Geral* contribuiu muito a que se lesse menos o *Tratado*" [170].

Em 1930, Keynes argumentava que o investimento podia exceder a poupança ainda no caso em que muitíssimos poupadores guardassem seu dinheiro ociosamente. As firmas podiam demandar crédito nos bancos e/ou recorrer à emissão de ações, caso não desejassem utilizar-se de lucros retidos.

A parcimonia podia ser uma virtude ou um vício, dependendo se a economia tendia para a inflação ou para a depressão e o desemprego. Isto implicava numa mudança radical de ponto de vista, na década de 1930, pois a reação tradicional contra os tempos difíceis de depressão consistia em aumentar a dose de virtude, ou seja, poupar, privando-se do gasto não-essencial. Mas, pela doutrina de Keynes, em tempos de desocupação, era desejável estimular os gastos.

A experiência da depressão do início da década dos 30's revelava que, se a economia estivesse em fase crítica, as perspectivas de lucro fossem pessimistas, e a depressão profunda, os empresários poderiam não tomar empréstimos. Logo, não seriam criados depósitos, e com isso nenhum dinheiro surgiria. Os bancos, nos anos 30's, acumulavam reservas acima das necessidades, devido a uma falta de tomadores, a resistência em emprestar, ou um desejo supremo de manter liquidez. Numa metáfora que circulou nessa época, recordada por Galbraith, a política monetária era como uma mola. Você podia puxá-la, com resultados incalculáveis. Mas não era possível empurrá-la de qualquer maneira.

"O problema com a política monetária agora estava claro. Podia tornar reservas disponíveis. Não podia fazer com que fossem levantadas por empréstimos, provocando a resultante criação de depósitos. Quanto à velha questão do fluxo de causação, agora estava claro que era o estado da economia que predominava, pelo menos em períodos de depressão. A oferta de moeda não afetava os preços e o comércio tanto quanto o estado da economia influenciava a oferta de moeda e o nível geral dos preços" [171]. A solução era tornar a criação e o uso da moeda uma *necessidade* (colocada pela política fiscal), e não uma mera *vontade*. A moeda não devia ser apenas *ofertada*, mas *gasta* - devia influenciar diretamente o estado da atividade econômica.

Keynes pretendia que sua teoria fosse radicalmente diferente das teorias de sobre-inversão, de sub-consumo, e de sub-poupança, já que atribuia a influência crucial à disparidade entre o investimento e a poupança. Depreendia-se claramente de sua teoria que o objetivo da política deveria ser assegurar que os investimentos se mantivessem, no possível, iguais às poupanças; isto traria consigo um nível estável de preços. "Nesta matéria, aproximou-se mais de Knut

---

170 HARROD; op. cit.; pp. 463/4.

171 GALBRAITH, J. K.. Moeda: de onde veio, para onde foi. SP, Pioneira, 1983 (original de 1975). pp. 225/6.

Wicksell, a quem ele rendeu tributo; não cabe dúvida de que o processo de pensamento mediante o qual Keynes chegou a suas conclusões era independente, e não derivado do estudo de Wicksell" [172].

Segundo a própria opinião de Keynes, ele havia antecipado uma teoria nova da causa da oscilação, consistindo tal causa nas divergências entre o investimento e a poupança. Estas, e não as variações na quantidade de moeda, acompanhadas de uma velocidade de circulação da moeda estável, que acompanhavam um movimento inflacionário ou deflacionário. Entretanto, seus críticos (D. H. Robertson, F. A. von Hayek, etc.) supunham que as antigas teorias monetárias deviam ser exatas. Partindo desse suposto, encontravam facilmente toda classe de contradições e de inconsequências no *Tratado sobre a Moeda.*

A teoria clássica da moeda argumentava que somente se podia falar de um nível geral dos preços, e de variações nesse nível, no caso de uma economia em que as transações de mercado se realizassem através de moeda. Numa economia de escambo, somente os preços relativos existiam, na proporção em que determinados bens eram trocados por outros. Daí, partiu para a afirmação de o que determinava o nível geral dos preços era a quantidade de moeda em circulação. Esta não afetava os preços relativos. O pleno emprego era atingido automaticamente através de ajustes relativos de preço.

Carvalho defende que é posteriormente ao *Tratado sobre a Moeda*, na sua nova "visão" de economia, desenvolvida entre 1930 e 1936, que reside a revolução keynesiana. "Característica essencial desta nova visão será a integração de processos reais e monetários, a percepção dos elos que ligam a acumulação de ativos reais e financeiros. No *Treatise*, esta integração está presente de forma implícita. Keynes ainda se move essencialmente no mundo clássico da economia em que os processos e as decisões básicas são 'reais' as quais se 'adicionam' posteriormente grandezas monetárias. (...) Não injustamente, a principal crítica feita ao *Treatise* foi de inconsistência" [173].

No *Tratado sobre a Moeda*, Keynes era de opinião que um livro sobre moeda deveria preocupar-se com o nível geral dos preços e com desdobramento sofisticado da Teoria Quantitativa da Moeda. Mas, na passagem do primeiro para o segundo volume, já percebeu ser falsa a dicotomia tradicional que considerava a influência da moeda como algo separado da teoria geral da oferta e demanda. A partir desse ponto, a dicotomia a ser considerada, para Keynes, era entre a teoria das decisões da indústria ou firma individual, de um *lado microeconômico*, e a teoria do produto e emprego como um todo, do *lado macroeconômico*, para a qual se fazia necessária a teoria completa de uma economia monetária.

---

172 HARROD; op. cit.; p. 471.

173 CARVALHO, F. J. C.. O caminho da revolução: o *Treatise on Money* na revolução keynesiana. Ensaios de Teoria Pós-keynesiana. Fortaleza, EUFC, 1987. pp. 45/6.

O obituário da Teoria Quantitativa da Moeda, no pensamento de Keynes, está no *Prefácio à Edição Francesa da Teoria Geral*, datada de 20 de fevereiro de 1939:

"Batizei este livro *A Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda*; a terceira característica para a qual quero chamar atenção é o tratamento da moeda e dos preços. **A análise seguinte registra minha fuga final das confusões da Teoria Quantitativa da Moeda, em que antes me emaranhara.** Considero que o nível geral dos preços é determinado precisamente da mesma maneira que os preços individuais, isto é, sob a influência da oferta e da demanda. As condições técnicas, o nível dos salários, o grau de capacidade ociosa das unidades de produção e da mão-de-obra, e o estado do mercado e da concorrência determinam as *condições de oferta* dos produtos tomados individualmente e dos produtos como um todo. As decisões dos empresários, que originam a renda dos produtores tomados individualmente, e as decisões desses indivíduos quanto à disposição dada a essa renda determinam as *condições da demanda.* E os preços - tanto os preços tomados individualmente como o nível geral dos preços - aparecem como a resultante desses dois fatores. **A moeda e a quantidade não constituem influências diretas a essa altura do processo. Elas já fizeram seu trabalho numa etapa anterior da análise.** A quantidade de moeda determina a oferta de recursos líquidos e, consequentemente, a taxa de juros, e, em conjunto com outros fatores (particularmente a confiança), o estímulo a investir, o que por sua vez fixa o nível de equilíbrio da renda, da produção e do emprego e (a cada etapa em conjunto com outros fatores) o nível geral dos preços através das influências da oferta e da demanda assim estabelecidas" [174].

O efeito de *The General Theory*, segundo Galbraith, foi legitimar idéias que já estavam em circulação. A ação governamental necessitava de uma racionalização, que foi fornecida por Keynes. "Keynes há muito tempo era suspeito, perante os seus colegas, pela clareza do seu estilo e do seu pensamento, os dois quase sempre andando juntos. Em *The General Theory*, ele recuperou a sua reputação acadêmica. É um trabalho de obscuridade profunda, mal escrito e prematuramente publicado. Todos os economistas afirmam tê-lo lido. Somente alguns o fizeram. Os demais sentem uma culpa secreta porque jamais o lerão. Parte de sua influência resultou do fato de ser bastante incompreensível. Outros estudiosos foram necessários para compreender o seu significado e reformular as suas proposições de forma inteligível" [175].

Justificando o posterior surgimento dos pós-keynesianos americanos *fundamentalistas*, para restaurar "a verdade", Alvin H. Hansen foi, nos Estados Unidos, o principal divulgador das idéias para formulação de "política keynesiana"... A seguinte citação exemplifica seu esforço: "Logo após a

---

174 KEYNES, J. M.. Prefácio à Edição Francesa. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. SP, Abril Cultural, 1983 (original de 1936). p. 11. (grifos meus, F. N. C.).

175 GALBRAITH; op. cit.; p. 229.

publicação da *Teoria Geral* houve um certo fascínio pelo Cap. 17, devido em parte, indubitavelmente, à sua obscuridade. A escavação nessa área, contudo, cessou assim que se percebeu que o capítulo não continha nenhuma mina de ouro. Entretanto, a discussão (embora certamente possa ser melhorada) não é inteiramente isenta de mérito, e dela se podem extrair alguns pontos interessantes; todavia, de modo geral não se perderia muito se o capítulo jamais tivesse sido escrito. (...) A discussão feita por Keynes na Seção I, Cap. 17, é confusa e sem importância real" [176].

O Capítulo 17 da *Teoria Geral* é fundamental para a leitura não-ortodoxa de Keynes porque nele está a unificação da teoria do investimento enquanto escolha de formas alternativas de retenção de riqueza. Ativos reais oferecem rendimentos que compensam sua pouca liquidez, contrapondo-se com ativos financeiros e monetários, em que graus elevados de liquidez compensam rendimento inferior. Na medida que os primeiros são produzíveis com mão-de-obra e os últimos não, a seleção desses ativos afeta o emprego.

Os pós-keynesianos que argumentam que Keynes estava fundamentalmente preocupado com a economia monetária, onde a moeda é *não-neutra*, apoiam-se fortemente sobre o Capítulo 17 da *Teoria Geral*, sobre as propriedades essenciais da moeda, para consubstanciar o argumento. A questão que se levanta é se a propriedade da moeda ter elasticidade de produção zero é consistente com qualquer endogeneidade da oferta de moeda [177].

A questão intrigante é: por que Keynes, que em seus trabalhos anteriores supôs ser endógena a oferta de moeda, adotou, na *Teoria Geral*, a hipótese de *exogeneidade da oferta de moeda*? Harcourt sugere que o caso podia envolver uma razão tática, pois, se a oferta de moeda pudesse ser considerada como dada, pelo menos do ponto de vista da sua nova teoria, e ainda assim pudesse mostrar que o nível geral dos preços variaria por outras razões, então isto seria um outro golpe contra a Teoria Quantitativa da Moeda [178].

A teoria monetária de Keynes, apresentada na *Teoria Geral*, está interligada com essa teoria do investimento, que envolve uma escolha de ativos em um modelo de equilíbrio de estoques e não de fluxos. A taxa de juros não é o "preço" que equilibra a demanda de recursos para investimento com a disposição de abstenção do consumo presente (como na *teoria dos fundos de empréstimos*), mas sim o que equilibra o desejo de manter riqueza na forma de dinheiro com a quantidade de moeda disponível. Trata-se de um fenômeno *monetário* e não de um *real*.

---

176 HANSEN, A. H.. Guia para Keynes. SP, Vértice, 1987 (original de 1953). p. 171.

177 COSTA, F. N.. (Im)propriedades da Moeda. Revista de Economia Política. V. 13, n. 2 (50), abr-jun 1993. pp. 61-75.

178 HARCOURT, G. C.. O legado de Keynes: métodos teóricos e assuntos inacabados. in AMADEO (ed.). John M. Keynes: Cinquenta Anos da Teoria Geral. RJ, INPES/IPEA, 1989. p. 59.

Portanto, Keynes foi abandonando a teoria quantitativa ao longo de várias fases. Na *Teoria Geral* atingiu, finalmente, uma formulação nova. Para encontrar os determinantes do nível geral dos preços, sugere analisar o nível das taxas de salários monetários. A moeda desempenha um papel secundário. A quantidade de moeda é controlada pelo sistema bancário. Quando a demanda efetiva cresce, induz um acréscimo na velocidade de circulação da moeda média (V), à medida que disponibilidades monetárias vão sendo transferidas do entesouramento para uma circulação ativa. Se o sistema bancário não atender ao aumento da quantidade de moeda, a demanda por moeda provocará a elevação do nível das taxas de juros, o que obrigará a que a variável V suba até o ponto necessário - por exemplo, os agentes econômicos serão induzidos a trocar a posse de moeda por títulos quando o rendimento destes se elevar.

A principal determinante do nível das taxas de juros é o estado das expectativas. Keynes era convicto de que a taxa de juros é um *fenômeno monetário*, que não está limitado por *forças reais*. "A taxa de juros, confundida com a taxa de rendimento do investimento, era, no sistema ortodoxo que tinha que atacar, o elemento regulador que provocava o investimento das poupanças e garantia o equilíbrio numa situação de pleno emprego. Tinha de fazer todas as concessões possíveis em relação a este ponto, para conseguir ser ouvido. **Teria sido muito mais simples começar por admitir uma taxa de juros constante e uma oferta de moeda perfeitamente elástica**. Mas se tivesse optado por esta via, a sua análise seria imediatamente destruída e classificada como uma simples incompreensão da posição ortodoxa. Keynes teve de aceitar os preconceitos dos seus críticos para poder fazer explodir, pelo interior, as teorias dominantes" [179].

Mas sua moderação não teve sucesso. Mesmo na Inglaterra, em que foram mais elegantes, houve contra-revolução e restauração. Como denuncia Joan Robinson, fervorosa discípula de Keynes, "as doutrinas da *General Theory* (embora, como dizia Keynes, fossem 'moderadamente conservadoras') foram consideradas chocantes. As concessões que fez à ortodoxia em relação à taxa de juros foram rapidamente usadas para produzir uma versão suavizada do seu sistema teórico, que o transformou, mais uma vez, numa variante da teoria quantitativa. O primeiro a fazê-lo foi o professor (e agora Sir John) Hicks com as suas célebres curvas IS e LM" [180].

4.1.2. **Releitura de Keynes pelo Método Pós-wickselliano**

Em 1937, Ohlin chamou a atenção para os leitores da lingua inglesa sobre as surpreendentes similaridades entre o aparato teórico e as conclusões

---

179 ROBINSON, J.. Heresias Econômicas. Lisboa, Assírio & Alvim, 1976. p.. 76. (grifo meu, F. N. C.).

180 ROBINSON; op. cit.; p. 76.

alcançadas na Suécia e por Keynes, na *Teoria Geral* [181]. Este ponto de confluência crítica à teoria clássica da moeda foi alcançado partindo-se de heranças teóricas distintas: wickselliana, de um lado; marshalliana, de outro.

Até que ponto as decisões econômicas são influenciadas pela antecipação de acontecimentos futuros, ou seja, pelas expectativas? Segundo Ohlin, o que Keynes faz das expectativas, na *General Theory*, em muitos aspectos é semelhante à análise da Escola de Estocolmo. Sua principal crítica ao método de Keynes é que ele faz caso omisso da diferença fundamental existente entre os conceitos *ex-post* e *ex-ante*. Uma simples comparação de duas situações de equilíbrio - de acordo com o *método estático comparativo* - é incapaz de ter em conta a influência da rapidez das distintas reações dos agentes econômicos. "A distinção essencial entre o *ex-ante* e o *ex-post*, devida à Escola Sueca, teria esclarecido enormemente o pensamento de Keynes se ele estivesse familiarizado com ela" [182].

Na resposta à crítica de Ohlin (*Teoria ex-ante da Taxa de Juros*) , no número de dezembro de 1937 da *Economic Journal*, Keynes fez uma promessa destinada a ser frustrada pela doença e pela guerra. Anunciou um artigo futuro que pretendia escrever lidando com a relação da análise do *ex-ante* e do *ex-post* com a análise de sua *General Theory*. "Se Keynes tivesse sido poupado pelos eventos para escrever a 'quarta edição', aqui esboçada, da grandiosa concepção iniciada no *Treatise*, remodelada na *General Theory* e poderosamente destilada no seu artigo publicado no *Quarterly Journal* [em 1937], muito provavelmente teria surgido uma síntese incomparável e ter-se-ia dissipado a massa de confusão, criada em parte pelo próprio Keynes e parcialmente pelos críticos que se agarraram em falhas de exposição e expuseram a sua própria cegueira à essência de algo radicalmente novo" [183].

Assumindo o "método sueco", Shackle expressa, em sua essência, a pura doutrina keynesiana [184]. Porém, de uma maneira não feita por Keynes, em termos de intenções, isto é, numa linguagem *ex-ante*. Assim, o desemprego seria devido ao malogro dos agentes econômicos em garantir a tempo o conhecimento de cada uma das demais "intenções condicionais" ou das reações potenciais. Ele é devido a um conflito implícito de intenções: as intenções dos recebedores de renda de poupar uma grande parte das rendas, que receberiam no pleno emprego, que não são acompanhadas por uma intenção dos homens de negócios de comprar uma grande parte correspondente do conjunto de sua própria produção, para o melhoramento líquido de seu equipamento.

---

181 OHLIN, B.. Some Notes On The Stockolm Theory Of Savings And Investment. Economic Journal. Vol. 47, n. 185, march 1937. p. 54.

182 SHACKLE, G. L. S.. La Naturaleza del Pensamiento Económico: Escritos Escogidos (1955-1964). México, Fondo de Cultura Económica, 1981 (original de 1966). p. 53.

183 SHACKLE, G. L. S.. Origens da Economia Contemporânea [The Years of the High Theory]. SP, Hucitec, 1991 [original de 1967]. p. 222.

184 SHACKLE; op. cit.;p. 139.

CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO
INSTITUTO DE ECONOMIA
UNICAMP

Em suma, o desemprego involuntário é devido à ignorância de agentes econômicos quanto às reações potenciais de cada um dos demais a esta ou àquela situação. Falta conhecimento das circunstâncias da própria ação de cada um. Numa economia monetária, tal emparelhamento dos desejos é muito mais distante que numa economia de troca direta, pois a moeda atuando como reserva de valor permite o diferimento de gastos. Uma identidade *ex-post* - como a *Equação de Trocas* de Fisher - nada diz a respeito do problema de como dispor o dinheiro no lugar certo no exato momento para a execução de planos, intenções, decisões.

A proclamação de Shackle é para os pós-keynesianos abandonarem a teoria quantitativa e considerarem uma alternativa, à que chama de *teoria keynesiana*, ainda que sua origem possa ser localizada no economista sueco Knut Wicksell. Em sua opinião, "em alguns aspectos importantes, a *General Theory* não é apenas um aprofundamento ou uma elucidação do *Treatise*, mas constitui-se também num desvio deste. O *Treatise* é inteiramente wickselliano. (...) uma análise de período, a tentativa de se apresentar os eventos como sendo consequência das interações de decisões anteriores e as decisões subsequentes com sendo o resultado desses eventos, foi o que surgiu da 'crítica imanente' e da reformulação de Wicksell feitas por Myrdal e Lindahl. No entanto, na *General Theory*, Keynes seguiu uma outra direção. A *General Theory* é expressa em termos de uma comparação de equilíbrios" [185].

Até então, Keynes não tinha captado ainda uma noção fundamental do *método pós-wickselliano*: que a decisão e a escolha se referem a ações *ainda não realizadas* e que são portanto elementos em uma teoria *essencialmente ex-ante*. **Os pós-keynesianos, a partir das sugestões de Shackle, retomam a trajetória metodológica pós-wickselliana.**

Amadeo também sustenta que "os teóricos monetários mais eminentes das décadas de 20 e 30 utilizaram o mesmo método que Keynes empregou no *Tratado sobre a Moeda*, e que todos pertenceram à tradição pós-wickselliana - tradição da qual Keynes se afasta na *Teoria Geral*" [186]. Defende-se, aqui, que **uma Teoria Alternativa da Moeda deve retomar esse método pós-wickselliano.**

A **conclusão**, considerando a análise da ligação da obra de Keynes com a Teoria Quantitativa da Moeda, é que para o surgimento de uma Teoria Alternativa da Moeda, ela certamente não poderia ser estritamente "keynesiana", mas mais propriamente "pós-keynesiana" (ou "pós-wicksellina", ou mesmo "pós-thorntoniana"). Mas, sem dúvida, para alguns de seus postulados (especialmente

---

185 SHACKLE; op. cit.; p. 175 e p. 177.

186 AMADEO, E. J.. Teoria e método nos primórdios da macroeconomia (II): a tríade pós-wickselliana. Revista Brasileira de Economia. RJ, V. 40, n. 2, abr/jun 86. p.122.

o da *instabilidade da velocidade* e o da *não neutralidade da moeda*), como será visto, Keynes deu importantes contribuições.

Neste capítulo, parte-se da avaliação radicalmente diferente - em relação à da síntese neoclássica - que a *Escola Pós-keynesiana* faz da proposta teórica de Keynes. Para os pós-keynesianos, que têm entre seus autores mais conhecidos Paul Davidson, Jan Kregel, Hyman Minsky, Victoria Chick e Sidney Weintraub - sucessores de pioneiros como Kahn, Robinson e Shackle -, Keynes tentou construir um novo paradigma para a ciência econômica.

No entanto, o termo *Escola Pós Keynesiana*, aqui empregado, deve ser interpretado **latu sensu**, enquadrando maior número de autores que os normalmente referidos por nomes tais como "pós-keynesianos **strictu sensu** (com hífem)", "pós-keynesianos americanos", e "keynesianos fundamentalistas". Para considerar *contribuições anti-quantitativistas posteriores a Keynes* de autores como John Hicks, Nicholas Kaldor e Basil Moore, entre outros, deve-se ampliar o espectro da *Escola Pós Keynesiana*, de maneira a incluir todos herdeiros contemporâneos da tradição *anti-bulhionista*, da *Escola Bancária* e dos *pós-wicksellianos*.

4.2. MÉTODO DO PREÇO FIXO EM HICKS

4.2.1. Hicks: Elo entre Pós-wicksellianos e Pós-keynesianos

Hicks não era nenhum dogmático. Também afastava-se de todo sectarismo de "partidos econômicos". Talvez por causa desta postura independente não tenha formado uma corrente de seguidores "hicksianos". O que absolutamente não significa que não possua uma série de admiradores, em economistas de diferentes extrações ideológicas. O irônico de sua brilhante carreira de formulador teórico é que tenha sido mais conhecido como "o criador do IS-LM". Este foi um feito menor em sua vasta obra teórica, ao longo de mais de 60 anos.

É um autor que tem muito a oferecer na formulação de uma Teoria Alternativa da Moeda. Especialmente por suas originais releituras de Wicksell e Keynes, há a tentação de "enquadrá-lo" como um pós-wickselliano (como Myrdal, Lindahl e outros suecos) ou mesmo entre os pós-keynesianos. Ele participou de seus debates, já na última década de sua produtiva vida. Hicks falou sobre sua última fase: "minha fase pós-keynesiana ou (segundo já foi observado) neowickselliana. Porque em última instância foi necessário regressar a Wicksell e seus sucessores suecos (principalmente Myrdal, porém não só ele), de quem tinha partido" [187]. Portanto, "a Wicksell, depois de Keynes, como retorno". Hicks regressou de Keynes a Wicksell. Andrade também tenta demonstrar a hipótese que "Hicks resgata a vertente Thornton-Mill-Wicksell" [188]. Mas é melhor respeitar sua sempre demonstrada independência. Interessa aqui extrair principalmente seus ensinamentos a respeito do *método de preço fixo*.

Hicks renega o diagrama IS-LM. "Devo dizer que esse diagrama é agora muito menos popular para mim que para muitas outras pessoas, segundo acredito. Reduz a *Teoria Geral* a uma economia do equilíbrio, não está realmente no tempo. Por suposto, é por isso que ganhou tanta popularidade. Muito mais pertinente é *Valor e Capital* (1939). Grande parte desse livro escrevi antes de ler a *Teoria Geral*; ainda que Keynes apareceu ao final, a parte chamada 'dinâmica' foi escrita sob influência de Lindahl. Seguramente podemos dizer que Lindahl *não* era, de modo algum, um equilibrista; a distinção entre o passado e o futuro (*ex-ante* e *ex-post*) se encontra no centro de sua obra" [189].

Em sua opinião, a Revolução Keynesiana não foi apenas uma revolução na teoria econômica, mas também na propaganda, pois *Teoria Geral* foi a maneira de

---

187 HICKS, John. Prefacio. Dinero, Interés y Salarios. México, Fondo de Cultura Económica, 1989 [original de 1982]. p. 9.

188 ANDRADE, Joaquim. Hicks e os Clássicos. Revista Brasileira de Economia. RJ, Vol. 46, n. 1, jan-mar 1992. p. 35.

189 HICKS, John. El tiempo en la economia. Dinero, Interés y Salarios. México, Fondo de Cultura Económica, 1989 [original de 1982]. pp. 269/270.

Keynes vender sua política econômica aos economistas profissionais. No entanto, "a técnica do livro - escrevi em meu primeiro comentário - é conservadora, quer dizer, proporciona um modelo sobre o qual os economistas acadêmicos podem realizar tranquilamente seus truques costumeiros. Não o têm feito? Com o gráfico ISLM eu próprio caí na armadilha. (...) Agora, a uma distância maior, parece-nos (acho eu) que a *Teoria Geral* perde sua estatura, enquanto que o *Treatise*, apesar de suas excentricidades, cresce. A *Teoria Geral* é uma brilhante redução da economia dinâmica a hábitos de pensamentos estáticos. *Treatise* é mais autenticamente dinâmico, e portanto mais humano" [190].

O que influenciou na avaliação hicksiana da *Teoria Geral*? Antes da leitura do livro, ele entrara em contato com o que estava acontecendo na Suécia. Começou com *Monetary Equilibrium* de Myrdal, que leu em alemão e comentou para *Economica* (em novembro de 1934). Achou esse trabalho muito estimulante. "O método geral, o uso da análise estática para a determinação do equilíbrio macroeconômico de curto prazo, com a inclusão das expectativas como dados - o método que Keynes usaria tão brilhantemente -, tudo isso eu já conhecia em Myrdal. E eu tinha uma compreensão ainda melhor do que a obtida diretamente de Myrdal, porque tive a feliz oportunidade de entrar em contato com Erik Lindahl, que esteve em Londres no verão de 1934 e novamente em 1935. O trabalho crítico, no qual o livro de Myrdal se fundamentava, deveu-se em grande parte a Lindahl. Ele foi o pai da Teoria da Contabilidade Social; foi uma felicidade que, ao comentar o livro de Keynes, tivesse também comigo essas coisas" [191].

Refletindo essas influências, ao final de *Keynes e os Clássicos*, Hicks chega a afirmar que "generalizada desta maneira, a teoria keynesiana começa a parecer-se muito à de Wicksell; por suposto, isto não deve surpreender-nos. De fato, há um caso especial em que encaixa absolutamente na construção de Wicksell. Se há 'pleno emprego' (...)" [192].

A ocupação principal durante os anos de 1935 a 1938, que Hicks passou em Cambridge, foi a redação de *Valor e Capital*. Apresenta-o como uma obra de construção de *pontes*, não tanto entre a microeconomia e a macroeconomia (como normalmente o consideram), mas entre o sistema neoclássico estático e os modelos dinâmicos, onde se distingue devidamente entre o passado e o futuro, o que mais o interessava na época. Deve muito do que obteve aos suecos, Myrdal e Lindahl. De Myrdal obteve a idéia de *equilíbrio temporal*, um momentâneo equilíbrio de mercado no qual as expectativas dos preços se tomam como dadas; foi Lindahl quem o ensinou a unir seus equilíbrios temporais.

---

190 HICKS, John. Recordações e Documentos. Perspectivas Econômicas: Ensaios sobre Moeda e Crescimento. RJ, Zahar, 1978 [original de 1977]. p. 160.

191 HICKS; op. cit. [orig. 1977]; p. 156.

192 HICKS, John. Keynes e os Clássicos. Clássicos de Literatura Econômica. RJ, IPEA-INPES, 1988 [original de 1937]. p. 374.

Em reavaliação, realizada em 1979, Hicks não crê que sejam bons os capítulos monetários de *Valor e Capital*. Sua obra posterior sobre o dinheiro não partiu deles, mas sim do ensaio *Simplifying*, de 1935. "Em *Valor e Capital* há pouco acerca da liquidez" [193]. Por ora, trata-se de explorar o *método do preço fixo*.

2.2. Método do Preço Fixo

A contribuição mais importante de Hicks, na área de *métodos de análise dinâmica*, foi publicada originalmente em sueco, num livro editado em homenagem a Erik Lindahl, só sendo publicada em inglês em 1982 [194]. O ensaio tenta expor a relação entre o método *ex-antelex-post* dos suecos e o método de Keynes. Colocando-o em perspectiva, ele surge após os quatro estágios no desenvolvimento da dinâmica hicksiana: o modelo IS-LM, a posição do *Valor e Capital*, a reação a Harrod e os modelos *flex-price/fix-price*. A idéia dos modelos dinâmicos é uma relação entre capital e tempo, analisando *processos* mais do que *resultados* estáticos.

Os métodos de Hicks são classes de modelos. O conjunto de possíveis modelos foi classificado numa matriz de dupla entrada. A divisão do *primeiro atributo*, nas colunas, está entre modelos *ex-antelex-post* e modelos *stock/flow*. A do *segundo atributo*, nas linhas, está entre modelos **p** (*flex-price*) e modelos **q** (*fix-price*).

Um mercado *flex-price* é onde o equilíbrio é estabelecido pela igualação da oferta e demanda com a ajuda do jogo de mercado. Diferentemente, mercados *fix-price* são *organizados* e *administrados*; à medida que o tempo passa, eles possuem tendência a dominar os mercados *flex-price*.

A idéia dos métodos *flex-price* está em o que Hicks chamou um *método de equilíbrio temporário*, enquanto *fix-price* é um *método de desequilíbrio*. O caminho para examinar o desequilíbrio é por referência ao equilíbrio. Ao contrário do método *fix-price*, no *flex-price* não se preocupa com estoques. O comportamento dos estoques é um caminho natural do desequilíbrio se manifestar. Neste sentido, o cruzamento mais interessante, para elaboração dos postulados de uma Teoria Alternativa da Moeda, no quadro de dupla entrada, está entre os modelos *ex-antelex-post* e o modelo **q** (*fix-price*), refletindo o desequilíbrio de estoques, ocorrendo seja por informação incompleta, seja por aversão ao risco.

O *primeiro atributo* da taxonomia de quatro métodos, proposta por Hicks, é explicado por Amadeo. "Em modelos *ex-antelex-post* enfatiza-se o papel das

---

193 HICKS, John. La Formacion de un Economista. Clásicos y Modernos: Ensayos sobre Teoría Económica. México, Fondo de Cultura Económica, 1989 [original de 1983]. p. 336.

194 HICKS, John. Métodos del Análisis Dinámico. Dinero, Interés y Salarios. México, Fondo de Cultura Económica, 1989 [original de 1982]. pp. 205-221.

expectativas e explora-se o elemento de dinamicidade associado ao processo de revisão de expectativas diante de disparidades entre eventos esperados e efetivamente observados. Os *modelos estáticos* concentram-se na análise de fenômenos restritos a um *único período* (*single period theories* [teorias de período único]) sem que a formação de expectativas ou a possibilidade de antecipações não realizadas tenham importância. A interação entre a formação de expectativas e os fatos correntes torna a *análise dinâmica*. Um novo período se inicia com a revisão de expectativas e novos planos de ação. Uma *sequência de períodos* (*continuation theories* [teorias de continuação]) relacionados por meio da interação entre expectativas e realizações é o que distingue a análise *ex-ante/ex-post* da *análise estática* ou *atemporal*" [195].

O *segundo atributo* distingue ajustamentos através de preços ou quantidades - estoques ou nível do produto, dependendo das circunstâncias. Supondo dados os preços, uma variação na demanda implicará o ajuste de estoques (de produtos intermediários e acabados) e fluxos (de emprego e produção). Segundo Hicks, o funcionamento do multiplicador keynesiano aproxima-se deste esquema de ajuste, que combina elementos de modelos *stock/flow* e *fix-price*. O modelo de Lindahl combina os elementos *ex-ante/ex-post* e *fix-price*.

A combinação de elementos de modelos *stock/flow* e *flex-price* é adequada à análise da determinação de preços, em mercados especulativos, em que adições - *fluxos* - ao *estoque* de mercadorias considerado são mais ou menos desprezíveis. Mais do que a análise de processos de ajustes, via *fluxos*, é principalmente o exame de decisões associadas a *estoques* que mais depende da antecipação dos agentes sobre eventos futuros, ou seja, das suas expectativas.

O conceito de *equilíbrio* permanece fundamental na análise hicksiana, particularmente na relação do ajustamento dos mercados com a passagem do tempo. "Mesmo enfatizando a importância de expectativas na análise dinâmica, Hicks em nenhum momento abre mão da noção de *equilíbrio*. **Esta é uma diferença marcante entre Shackle e Hicks, dois jovens economistas da *London School of Economics* nos anos 30, ambos influenciados por Lindahl e Myrdal**. Schackle critica o modelo da *Teoria Geral* por ser excessivamente estático, principalmente no que se refere à determinação do produto e do preço ao nível da firma. Ao contrário de Hicks, condena radicalmente a concepção de equilíbrio na análise econômica" [196]. Shackle rejeita a noção paradigmática de equilíbrio walrasiano, pois o considera irrelevante, para examinar economias em que decisões são tomadas de forma descentralizada e sequencial.

---

[195] AMADEO, Edward J.. Teoria e método nos primórdios da macroeconomia: Hicks e o difícil compromisso entre tempo e equilíbrio. Revista Brasileira de Economia. RJ, V. 46, n. 1, jan-mar 1992. p. 120.

[196] AMADEO; op. cit.; p. 122. (grifo meu, F. N. C.).

Com a idéia de *equilíbrio temporário*, introduzido por Hicks em 1939, em seu *Value and Capital,* tem em mente o que chama "semana". Define a *Semana* (para distinguir do *Dia* de Marshall) como "aquele período de tempo durante o qual as variações de preços podem ser desprezadas. Em termos teóricos, isso significa que se supõe uma variação de preços não contínua, mas a pequenos intervalos"[197]. Na sua semana, todos mercados *flex-price* podem equilibrar-se, mas os mercados *fix-price* não podem. Estoques e expectativas permanecem constantes (não leva em conta a incerteza na tomada de decisões), e um *equilíbrio temporário* é estabelecido. Esta condição de *equilíbrio parcial* é encontrada por um vetor de preços.

Na análise dinâmica da economia, Hicks trata da *irreversibilidade do tempo*: o tempo só avança, nunca retrocede. Uma das consequências principais da irreversibilidade do tempo é que o passado e o futuro são diferentes. O passado é passado, terminado para sempre; está dado e não pode mudar-se. Entretanto, o passado tem a virtude de que podemos conhecê-lo, conhecendo seus fatos, ao contrário do futuro.

A teoria de Keynes, segundo Hicks, tem uma perna no tempo e outra fora. Só há uma parte da teoria de Keynes que se encontra inquestionavelmente no tempo: a que se ocupa da eficiência marginal e da preferência pela liquidez; basicamente, se orienta para o futuro; o tempo e a incerteza se encontram por todos os lados. Mas, outra parte, a teoria do multiplicador (relacionada com a teoria da produção e dos preços) está fora do tempo. Isto porque, por definição, um *estado de equilíbrio* é um estado no que coisas relacionadas *não* estão variando, de modo que **o uso de um conceito de equilíbrio é um sinal de que o tempo foi deixado fora**. A existência de keynesianos equilibristas leva a Hicks afirmar que "a 'revolução keynesiana' se descarrilhou no meio do caminho, de modo que se apagou a linha que considero vital" [198].

Hicks chama de *Economia Estática* as partes da teoria econômica em que não nos preocupamos com o tempo; e de *Economia Dinâmica* as partes em que toda quantidade deve ser datada. O modelo de *equilíbrio temporário* é semi-estático. *Estático* na medida em que as expectativas internas ao período (a "semana") são, por hipótese, realizadas. E *dinâmico* na medida em que as expectativas externas ao período são dadas, mas podem mudar a cada "segunda-feira".

Os planejamentos, adotados numa *semana* qualquer, não dependem somente dos *preços correntes*, mas também das expectativas dos planejadores quanto aos *preços futuros*. São expectativas de condições de mercado, das escalas de demanda. Hicks vê no modelo dinâmico de Lindahl a origem dos modelos *fix-price*. Nele, as decisões de produção e fixação de preços são

---

197 HICKS, John. Valor e Capital. SP, Abril Cultural, 1984 [original de 1939]. p. 104.

198 HICKS; op. cit. [orig. 1982]. p. 269.

tomadas no início do período, com base nas expectativas. Ao longo do período, oferta e demanda se ajustam paulatinamente via estoques com *preços dados*. Se há discrepâncias entre o nível de demanda esperado e o nível efetivo, os estoques se ajustam. Neste caso, ao final do período, o nível de estoques *observado* poderá ser diferente do *planejado* ou *desejado*. Uma discrepância deste tipo fará com que os produtores revejam suas expectativas. O *desequilíbrio de estoques* é o motor, ou pelo menos uma parte do motor, que impulsiona o processo. A interação entre expectativas e eventos correntes, e a influência de discrepâncias entre os dois sobre as decisões de produzir, período a período, tornam o modelo *fix-price* dinâmico.

Os *mercados não-organizados*, cujos preços são formados através de comerciantes intermediários, foram a forma de mercado dominante - porém, não excludente de eventuais *mercados organizados* - ao longo de quase toda história mais remota. Contudo, para Hicks, ela declinou bastante no século atual. Em grande parte foi substituída pelo que chama de mercados com *preço fixo*, nos quais os preços são fixados pelos próprios produtores (ou por alguma autoridade); portanto, não são determinados pela oferta e pela procura. Naturalmente, é certo que condições de custo, e às vezes também condições de demanda, afetam preços que são fixados; mas, quando estas mudam, os preços não se alteram automaticamente. Portanto, o tipo antigo de mercado não organizado, de *preço flexível*, está em via de extinção.

Segundo o método de *fix-price* de Hicks, **as variações na demanda afetam o nível de preços dos produtos *perecíveis* ou *não-reprodutíveis*, mas não afetam os preços em uma economia capitalista em que as firmas são *price-makers*. Nesta, os preços não se ajustam a diferenças entre oferta e demanda planejada. Os vendedores fixam seus preços e deixam que as quantidades vendidas se determinem pela demanda**. Mas, embora tanto os fabricantes como os comerciantes sejam, em sua maior parte, *fixadores de preços* ao invés de *tomadores de preços*, é discutível se os preços não desempenham nenhum papel de sinalização nesse tipo de economia.

O preço se determina pela preferência pela liquidez do vendedor ou, em outras palavras, **por sua disposição de conservar estoques**. Isto, sem dúvida, está orientado, por sua vez, **por suas expectativas do estado futuro do mercado**. Portanto, o preço se determina a cada momento pela condição de que a demanda de estoques iguale à oferta; porém, enquanto observa-se um período de extensão apreciável, têm importância a entrada e a saída. Ainda que a inclinação a manter estoques permaneça constante (não alterando a preferência pela liquidez), um excesso da oferta sobre a demanda, no sentido do fluxo, aumentaria os estoques mantidos, além da faixa de variação planejada, podendo provocar uma *promoção* via preços.

No *método dos preços flexíveis* se insiste em que o produtor só acumulará estoques quando crê que o preço que obterá vendendo-os em algum período

futuro será melhor (apesar do custo de manutenção dos estoques) que o poderia obter vendendo no presente. Neste sentido, é *voluntária* a acumulação de estoques. O sistema estará sempre em equilíbrio. Ainda que as demandas e ofertas de fluxos sejam desiguais, as demandas e ofertas totais (incluindo o que se agrega ou resta dos estoques) serão iguais todo o tempo. O *método dos preços flexíveis* é um método de equilíbrio temporal.

Ao contrário, o *método dos preços fixos* é um método de desequilíbrio. O acúmulo de estoques não é considerado (necessariamente) como voluntário, ainda que não se negue que uma parte possa ser voluntária. Num *modelo de preços fixos*, as demandas e ofertas não têm que ser iguais; na verdade, não há nenhuma equação de demanda e oferta para determinar os preços. Não se supõe que os preços permaneçam constantes ao longo do tempo, ou de um período determinado ao seguinte; só se supõe que não mudam necessariamente sempre que estejam em desequilíbrio a demanda e a oferta. Hicks chama a atenção que, embora *uma política simples de margem sobre o custo* seja naturalmente a mais fácil de manejar, pode-se modificar o modelo para admitir *a formação de preços de acordo com diversas políticas* [199].

Portanto, para atender à necessidade de elaborar uma melhor teoria do comportamento de uma economia que não esteja em equilíbrio, a primeira ajuda que Hicks recebeu não veio de Cambridge, mas sim da Suécia. Foi da maior importância o que dizia Myrdal acerca dos preços rígidos. Hicks acabou entendendo bem que esta era a direção na qual devia buscar uma solução para o seu problema do equilíbrio, ou melhor, de desequilíbrio.

Uma grande parte da literatura keynesiana toma praticamente como certo que *há apenas duas causas de modificações nos preços: mudanças nos custos reais* (progresso técnico) e *mudanças nos salários nominais*. As primeiras são consideradas desprezíveis, durante o tempo que o multiplicador leva para operar. Quanto aos salários nominais, eles podem se elevar como resultado de uma escassez de mão-de-obra, ao se alcançar o pleno emprego, ou por algum outro motivo considerado exógeno, p. ex., a pressão sindical. Hicks usou o termo *teoria do preço rígido* "para dizer, não que os preços não variam, mas que as causas de sua variação estão fora do modelo. Assim, eliminamos a regra de que o preço deve variar sempre que há um excesso de oferta ou de demanda" [200]. Esta regra eliminada é a postulada pela Teoria Quantitativa da Moeda.

Num *sistema de preços rígidos*, os preços devem ser fixados, no curto prazo, de modo a cobrir custos normais. Portanto, normalmente, quando os salários são aumentados, os preços são aumentados de modo correspondente. Este realismo, no entanto, não aparece quando o *teorema do salário* é exposto como um caso de *estática comparativa* - comparação de equilíbrios com preços ajustados na mesma proporção em que subiu o nível dos salários e com uma

---

199 HICKS; op. cit. [orig. 1982]; p. 218.

200 HICKS, John. A Crise na Economia Keynesiana. SP, Vértice, 1987 [original de 1974]. p. 24.

oferta de moeda ajustada ao ponto necessário para financiar o valor nominal mais alto da produção. Segundo a Teoria Quantitativa da Moeda, uma modificação na oferta de moeda não afeta as relações de preços reais, ajustando os salários e os preços na mesma proporção. A diferença seria que a *teoria quantitativa* parte de uma modificação na oferta de moeda e o *teorema do salário* parte de uma mudança no nível de salários nominais.

Hicks demonstra que, num *sistema de preços rígidos*, os intermediários mantém estoques e suas atitudes são determinadas por suas expectativas (incertas) de variações de preços particulares no futuro. Somente se os *preços esperados* subirem na mesma proporção que os *preços correntes* é que a mesma situação *real* será restabelecida, quando subir o nível de salários. Isto é o que vai acontecer quando as expectativas ou preços forem *unicamente* baseados nos preços correntes. Sugere assim, implicitamente, que **as expectativas de preços devem estar presentes nos modelos construídos a partir de Keynes** [201].

Uma Teoria Alternativa da Moeda deve incorporar essa sugestão de se remeter a uma teoria expectacional de preços. Os preços desejados, para se tornarem efetivos, ficam condicionados ao sancionamento monetário resultante de decisões de gastos de outros agentes econômicos. Face à dificuldade da empreitada, deve mirar-se no exemplo de Hicks. "Na conclusão de meu primeiro artigo sobre a moeda, publicada em 1935, um ano antes da *Teoria Geral* - o trabalho no qual lancei um primeiro olhar para o novo mundo que Keynes nos iria mostrar - disse que oferecia 'ao economista uma vida muito dura, pois ele nunca terá uma clara consciência das muitas alternativas que será chamado a analisar. Seus ideais entrarão em conflito e ele não poderá procurar a saída mais fácil sacrificando qualquer uma delas'. E, depois de tudo, é ainda assim que penso"[202].

---

201 HICKS; op. cit. [orig. 1974]; p. 58.

202 HICKS; op. cit. [orig. 1974]; p. 65.

4.3. TEORIA ALTERNATIVA DA MOEDA NO RELATÓRIO RADCLIFFE E EM KALDOR

4.3.1. **Instabilidade da Velocidade e Sancionalidade da Moeda no Relatório Radcliffe**

The Radcliffe Report (1959) é um documento-fonte fundamental na construção de uma Teoria Alternativa da Moeda. O *Comitê para o Funcionamento do Sistema Monetário* (*Committee on the Working of the Monetary System*), sob a presidência de Lord Radcliffe, um advogado, foi criado em maio de 1957, na Inglaterra [203]. A política monetária não funcionava como era previsto. As críticas eram dirigidas não para seus fundamentos teóricos, mas sim aos métodos de controle inadequados ou à falta de competência de seus formuladores.

The Radcliffe Report provavelmente contrariou aqueles que tinham decidido instalar o Comitê. A política monetária então adotada recebeu implicitamente uma condenação severa. Sobre as questões essenciais, o Comitê adotou uma posição diametralmente oposta ao ponto de vista ortodoxo ou tradicional.

O fundamento intelectual de *The Radcliffe Report* é exposto por Chick. "Mudanças de idéias não ocorrem num vácuo. As concepções do mecanismo de transmissão da política monetária dos membros do Comitê se basearam em dois simples mecanismos: M -> Y e M -> r -> I -> Y, a ligação direta da teoria quantitativa e o mecanismo de transmissão através da taxa de juros. ***The Radcliffe Report* pode ser visto como uma reação keynesiana contra a teoria quantitativa**. Apresenta um vigoroso ataque sobre a importância da oferta de moeda - na medida que questiona se a própria moeda pode ser definida" [204].

A segunda ligação no encadeamento keynesiano, entre variações na taxa de juros e no investimento, não era apresentada como forte, permitindo somente uma tênue conexão entre moeda e renda. A contrapartida disso é que refutava facilmente a teoria quantitativa pré-Friedman, criticando seu *postulado da proporcionalidade* (velocidade estável), mas tinha dificuldade em revelar a *raison d'etre* para a política monetária, evitando a ligação juros-investimento. Pesquisas revelavam que a taxa de juros não era um determinante significativo para as decisões de investimento.

---

203 O Comitê Radcliffe foi dotado de vastos poderes "para inquerir sobre o funcionamento do sistema monetário e do crédito e para fazer proposições". Além do Presidente, compunha-se de oito membros; todos eram personalidades reputadas. Entre eles, havia dois economistas renomados: Cairncross e Sayers (este apresentou os fundamentos teóricos do *The Radcliffe Report* no *Economic Journal* de 1960). O trabalho foi concluído em dois anos, em que o Comitê apelou para testemunhos orais - transcritos em quase 1000 páginas - e estudou mais de 150 documentos de instituições e indivíduos (entre os quais Nicholas Kaldor, Richard Kahn e Roy Harrod).

204 CHICK, Victoria. The Theory of Monetary Policy. Oxford, Basil Blackwell, 1973. p. 58. (grifo meu, F.N.C.)

O novo mecanismo de transmissão foi desenvolvido sobre duas idéias básicas: (1) o gasto era ligado não à *moeda* mas à *liquidez*, e (2) a liquidez poderia ser influenciada pela manipulação da taxa de juros. Desde que não havia uma simples ligação entre moeda e gasto, o controle da oferta de moeda não era um objetivo apropriado, alcançável pela política monetária. Somente pelo controle da *liquidez* da economia a política monetária poderia ser efetiva. Como um assunto prático, a *liquidez* poderia ser influenciada por operação sobre a estrutura de taxas de juros. Variações nas taxas de juros, embora tendo pouco impacto direto sobre o investimento e a demanda do consumidor, teriam um efeito poderoso sobre a oferta de fundos dos bancos e de outras instituições de crédito. Elevando as taxas de juros, as autoridades monetárias poderiam refrear a demanda não através do crescimento do custo de empréstimos mas, afetando os *portfolios* dos emprestadores, restringindo a disponibilidade de *finance*. De acordo com essa abordagem, os bancos deveriam ser submetidos a certas regras, não por serem "criadores de moeda", mas por serem os maiores emprestadores do lado mais direto - o mais líquido - do mercado de crédito.

Assim, **a política monetária é vista como um meio de regulação da demanda através do controle do crédito**. O Comitê Radcliffe, mesmo não considerando a oferta de moeda (M1) como uma quantidade negligenciável, a vê como fazendo parte somente de uma estrutura mais ampla referente à *liquidez* da economia. "A decisão de gastar depende então da liquidez em amplo sentido, e não do acesso imediato à moeda. O gasto não é limitado pela quantidade existente de moeda, mas depende da quantidade de moeda que as pessoas pensam poder dispor, quer seja pela renda proporcionada por receitas (por exemplo, de vendas), pela conversão de ativos ou por empréstimos" [205].

O fato que a despesa não era limitada pela quantidade existente de moeda levava o Comitê Radcliffe a evocar a velocidade de circulação da moeda. Demonstrava, estatisticamente, que o volume de gastos aumentava fortemente sem que a massa monetária sequer tivesse variado: isto porque a velocidade de circulação da moeda aumentava. Nenhuma experiência da história monetária, segundo o Comitê, sugeria a existência de qualquer limite para essa velocidade. Quanto mais se desenvolvia a estrutura financeira, mais a velocidade podia variar sem graves inconvenientes.

O comentário lacônico de Kaldor foi: "Eu me pergunto se os membros do Comitê tinham plenamente consciência de rejeitar com uma frase a Teoria Quantitativa da Moeda em todas suas versões, de Cantillon e Hume à Mrs. Thatcher, passando por Ricardo, Marshall e Walras, mais Irving Fisher e Milton Friedman (para não mencionar além dos mais conhecidos), e sua armada de seguidores" [206].

---

205 Comitê Radcliffe. *The Radcliffe Report*. parágrafo 390. **apud** KALDOR, Nicholas. Le Fleau du Monetarisme. Paris, Economica, 1985 (original de 1982). p. 45.

206 idem; ibidem.

Isto porque a própria essência da Teoria Quantitativa da Moeda é a estabilidade da demanda por moeda, que se enxerga ou como uma quantidade de poder de compra - uma cesta potencial de bens que um indivíduo deseja possuir sob forma de moeda -, ou então como uma parte da renda nominal ou da circulação monetária. O que por sua vez implica que a velocidade de circulação da moeda é estável, já que a velocidade de circulação não é mais do que o inverso da demanda por moeda, expressa como uma proporção da renda ou da circulação monetária: os dois conceitos são, por definição, idênticos. Assim, a teoria quantitativa não é válida senão com uma velocidade de circulação da moeda que permanece estável e invariante, mesmo que a quantidade de moeda passe por flutuações. Se este não é o caso - se a velocidade de circulação da moeda, como sugere o Comitê Radcliffe, é dependente dos valores tomados pela quantidade de moeda com relação ao nível de renda -, poderia se concluir que não há influência direta ou causal da quantidade de moeda sobre os gastos ou sobre o nível de preços.

O problema é que, se a moeda não pode ser definida, segue-se por definição que a velocidade de circulação da moeda pode ser qualquer coisa. Ao contrário da concepção de Hicks, na de Chick, a moeda usada como meio de troca é *ativa* (não passiva); ela é *ociosa* enquanto usada como reserva de valor. Assim, a moeda não é mantida ociosa, a menos que haja plano de torná-la ativa em algum tempo futuro. "A extensão do uso de crédito não-bancário e a divisão entre saldos monetários 'ativos' e 'ociosos' determinam a velocidade de circulação da moeda. Embora as autoridades monetárias possam sempre afetar (se não perfeitamente controlar) a oferta de moeda, a velocidade é determinada pelo comportamento dos possuidores de moeda, dos bancos e outras instituições de crédito - o setor privado. Se o setor privado atua de maneira a aumentar a velocidade, enquanto as autoridades tentam restringir o gasto por redução (ou não permitindo o crescimento) da oferta de moeda, a restrição tentada será frustrada" [207]. A velocidade compensaria a política monetária contracionista, se todos pretendentes a gastar podem sempre achar *finance*. A política monetária não influenciaria a demanda agregada. Este é o alerta de *The Radcliffe Report*, não vendo nenhum limite, em princípio, para a velocidade.

Mas, para Chick, isto ocorre meramente pela ausência de arbítrio na agregação da quantidade de moeda. Qualquer um poderia mostrar que quanto mais ampla a definição de moeda, menor seria a variação na velocidade de circulação da moeda. Esta seria mais estável, porque o número de ativos que são definidos como meio de troca é progressivamente estendido.

A má vontade do Relatório Radcliffe em definir moeda teve consequências políticas importantes, pois concluiu-se que a quantidade de moeda era uma variável sem significância, que *não importava*. Isto desagrada a Chick, já que a baixa sensibilidade da demanda por crédito à taxa de juros seria superada pelo

---

[207] CHICK; op. cit.; p. 61.

aperto do crédito. "É se o dinheiro é fácil ou raro, não se é barato ou caro, que importa" [208].

A proposta de *The Radcliffe Report* foi que o controle do estoque de moeda era um desperdício de tempo: a velocidade de circulação da moeda podia aumentar ao arbítrio do setor privado. Havia três meios: alterando os arranjos de pagamentos, alterando o volume de crédito direto, e elevando o montante de intermediação financeira. O último era o mais importante, pois se os tomadores que falhassem em obter crédito de uma fonte recorreriam a outra. Na histórica controvérsia sobre "a singularidade dos bancos", *The Radcliffe Report* tomou a posição que intermediários financeiros não-bancários não eram fundamentalmente diferentes dos bancos. Então, nada sugeria concentrar o controle sobre os bancos, como tradicionalmente era característica da política monetária.

Viu-se que, para *The Radcliffe Report*, a decisão de gastar não é tomada somente com referência ao montante de moeda realmente nas mãos das famílias ou firmas no tempo em que a decisão é tomada. A decisão é tomada na expectativa que o dinheiro (*finance*) tornar-se-á disponível. A "restrição orçamentária" possuiria três componentes: renda, liquidez da riqueza, e linhas de crédito. Chick pensa que esta era quase uma razoável teoria do comportamento microeconômico, mas generalizá-la para o gasto agregado envolveria uma falácia da composição. Os ativos "quase-moedas" poderiam ser líquidos para os possuidores individuais desde que fossem tão diminutos que não causassem nenhum impacto significante no mercado. Porém, no agregado, a liquidez alteraria - os preços seriam derrubados - em qualquer tentativa de gastar através da venda simultânea desses ativos.

Obviamente, qualquer um pode *planejar*, baseado no que pensa possuir, mas seu *gasto efetivo* dependerá se de fato confirmar-se o fluxo de caixa da renda corrente, se terá sucesso na venda efetiva dos ativos, ou se será bem sucedido nos empréstimos. O gasto macroeconômico é convencionalmente interpretado como a soma dos *planos* individuais, formulados com base em expectativa ou estimativa de liquidez. As expectativas individuais nem sempre se confirmam, então não há relação direta entre o agregado dos planos individuais e a demanda agregada efetiva. O momento de pagamento chega, e então é a posse de dinheiro que realmente conta, na implementação dos planos de gasto. Os planos individuais podem ser *inconsistentes* na tentativa de serem implementados ao mesmo tempo.

Chick conclui suas observações críticas a *The Radcliffe Report*, afirmando que "o poder de compra que ele [o indivíduo] realmente possui é a restrição sobre sua capacidade de gastar. (...) Quando o momento de pagamento chega, o ativo líquido não é um substituto para a moeda em tudo. Pode ser um substituto

---

[208] CHICK; op. cit.; p. 63.

próximo enquanto permanece ocioso, mas não é um substituto perfeito no pagamento" [209]. Essas observações, que sugerem considerar o custo da conversão de ativos líquidos em moeda legal propriamente dita, são incorporadas no Postulado da Sancionalidade de uma Teoria Alternativa da Moeda.

4.3.2. **Endogeneidade da Moeda em Kaldor**

The Radcliffe Report parece ter sido fortemente influenciado pela contribuição de Kaldor, com relação à inefetividade da política monetária, tanto em função de variações na velocidade de circulação da moeda, quanto devido à inelasticidade dos gastos às variações das taxas de juros. Sir Roy Harrod (outro colaborador do Comitê Radcliffe) confirmou essa impressão de "uma certa semelhança familiar" entre o ponto de vista de Kaldor e o de *The Radcliffe Report.*

A teoria monetária de Kaldor foi construida em três diferentes estágios, cada qual distante no tempo em torno de dez anos. Em 1958, Kaldor apresentou seu *memorandum* para o Comitê Radcliffe. Em 1970, publicou seu artigo no *Lloyds Bank Review*, com o propósito de dar um basta na crescente popularidade do monetarismo na Inglaterra. Em 1980, Kaldor lançou um novo ataque ao monetarismo, em seu *memorandum* à investigação do *House of Commons Committee*. Esta incumbência desenvolveu-se numa série de artigos, em 1981, e um livro (*The Scourge of Monetarism*, 1982), cujo título diz tudo.

Para Kaldor, o monetarismo e a sua aplicação eram um sinônimo para a deflação, mas mascarada como fruto de uma doutrina científica; um movimento reacionário para ser resistido de toda forma possível. A maior parte de sua energia foi devotada a essa tarefa, nos anos 1980s, através de cartas à imprensa, discursos na *House of Lords*, conferências em toda parte do mundo, livro e artigos em revistas acadêmicas.

A evolução da visão monetária de Kaldor é apresentada por Lavoie [210]. A principal mensagem do *memorandum* de Kaldor ao Comitê Radcliffe é que a velocidade de circulação da moeda é flexível. Agentes econômicos têm a capacidade de criar substitutos para a moeda e economizá-la em seus saldos transacionais. Assim, através de acréscimos na velocidade de circulação da moeda, podem evitar as tentativas do banco central controlar o estoque de moeda e influenciar a economia. Entretanto, Kaldor reconhece que os substitutos da moeda não são isentos de inconveniência. Por essa razão, as taxas de juros de curto prazo podem elevar-se.

---

209 CHICK; op. cit.; p. 72.

210 LAVOIE, M.. Change, Continuity, and Originality in Kaldor's Monetary Theory. **in** NELL, E. & SEMMLER, W. (ed.). Nicholas Kaldor and Mainstream Economics: Confrontation or Convergence? . London, Macmillan, 1991. pp. 260-264.

Como para as autoridades monetárias é quase impossível realizar "sintonia-fina", uma drástica escalada na alta dos juros tem efeitos perversos sobre a economia. As elevações nas taxas de juros, em larga margem, somente de forma temporária conduzem ao adiamento dos gastos. No entanto, essa política induz amplas flutuações nas taxas de juros de curto prazo, o que cria mais incerteza, conduzindo a maior acréscimo na taxa de juros de longo prazo.

Em suma, o *memorandum* de Kaldor em 1958 possui poucas ligações com a *teoria da moeda plenamente endógena*, que ele desenvolveria nos 80's. **Para opor-se então à velha Teoria Quantitativa da Moeda, Kaldor baseava-se principalmente sobre a substancial flexibilidade da velocidade de circulação da moeda**. Esta linha de abordagem foi adotada plenamente por *The Radcliffe Report*.

Enquanto no *memorandum* para o Comitê Radcliffe Kaldor não fez nenhuma referência explícita aos teóricos quantitativistas, em 1970 decidiu escrever um artigo intitulado *The New Monetarism*, inteiramente devotado às alegações da *Escola de Chicago*. Há, entretanto, substanciais diferenças entre o sumário Radcliffe e o *paper* Lloyds Bank. No primeiro, Kaldor insistiu sobre a variabilidade da velocidade de circulação da moeda. No último, parece ter aceito como um fato a relativa estabilidade da velocidade de circulação da moeda. Para justificá-la, *reverte a causalidade*, adotada por Friedman, da moeda para a renda. Dá como exemplo figurado o caso do Natal, quando o acréscimo sazonal da oferta de moeda é devido ao acréscimo do gasto pelo público, e não o reverso.

Kaldor alega que o nó da questão é que **a oferta de moeda é endógena, não exógena. A oferta de moeda acomoda-se às necessidades da troca**. É onde Kaldor inova, em comparação com a apresentação de 1958. Nos anos 50's, a atitude das autoridades monetárias não foi cooperativa, portanto, aumentou o giro da moeda. Nos 60's, evitando a ruptura do crescimento, a política monetária foi acomodatícia. Isto explicava porque, na visão de Kaldor, houve poucas inovações financeiras e aparecimento de substitutas da moeda, e consequentemente a velocidade de circulação da moeda foi estável. Bancos centrais eram forçados a mostrar moderação no exercício do poder, especialmente quando a elasticidade-juros da moeda era baixa. Basicamente, a taxa de variação no estoque de moeda era influenciada pela taxa de variação da renda nominal.

Dez anos após, "para criticar o monetarismo, Kaldor providenciou não só evidência empírica contra ele, mas também uma bem formulada teoria alternativa da moeda, que compete contra o monetarismo, a síntese neoclássica e mesmo a *Teoria Geral* de Keynes" [211].

---

[211] LAVOIE; op. cit.; p. 263.

Então, Kaldor apresenta o que Lavoie considera ser *os principais elementos de uma teoria da moeda endógena*. Primeiro, **sob o padrão hegemônico da moeda creditícia, a oferta de moeda é um reflexo das variações nos gastos e consequente demanda por empréstimos**. Portanto, sua primeira proposição básica é que a moeda creditícia é criada por empréstimos bancários. Sua segunda proposição básica é que a moeda é extinta como resultado do reembolso do débito bancário. Kaldor recupera a *lei do refluxo* da *Banking School*.

Consequência disso é que nunca pode haver qualquer excesso de oferta de moeda creditícia na economia. Com a moeda creditícia não-desejada para gastos em bens, os agentes econômicos pagam suas dívidas e/ou fazem aplicações que rendem juros (inferiores aos que pagariam por empréstimos). Outra consequência é que a criação líquida de moeda creditícia resulta da diferença entre dois fluxos financeiros opostos. Moeda é analisada mais como um fluxo do que um estoque, e como consequência os efeitos *portfolio* - destacados por Keynes numa *economia de mercado de capitais* - assumem um papel secundário. Mesmo se estes efeitos são considerados, Kaldor volta ao seu argumento de 1970, explicando que uma demanda por moeda inelástica aos juros impede o banco central de usar operações de *open market* para restringir seriamente a criação de moeda, por medo de desestabilização de um sistema financeiro baseado sobre uma pirâmide de crédito.

Kaldor chegou a rejeitar a teoria da preferência pela liquidez de Keynes, assim como a função demanda por moeda de Friedman. Em suas palavras, "de qualquer modo, uma vez que aceitamos que a oferta de moeda é endógena (varia automaticamente com a demanda em uma dada taxa de juros), a 'preferência pela liquidez' e o comportamento da velocidade de circulação da moeda cessam de ser importantes" [212]. Ele lamenta que Keynes apresentou essa solução para a determinação da taxa de juros: "Infortunadamente (...) como um *modificação* da Teoria Quantitativa da Moeda, não seu *abandono*" [213].

Kaldor também desenvolve a *causalidade reversa* entre o estoque de moeda e a base monetária. A última é determinada pelo primeiro, pois os empréstimos criam depósitos, que expandem as reservas, contidas na base monetária. Desta maneira, bancos centrais não podem controlar a base monetária, somente a taxa de redesconto. As autoridades monetárias escolhem a taxa de juros que cobram para providenciar empréstimos de liquidez, em vez de fixarem a oferta de moeda ou as reservas. A elasticidade da oferta de moeda, na taxa de juros escolhida pelas autoridades monetárias, é infinita. Numa representação gráfica, no espaço juros-moeda, a curva de oferta de moeda é *horizontal*.

Tendo endossado uma *teoria da moeda endógena*, Kaldor reverteu sua visão a respeito do **controle monetário apropriado**. No *memorandum* ao

---

212 KALDOR; op. cit. [orig. 1982]; p. xvii.

213 KALDOR; op. cit.; p. 21.

Comitê Radcliffe, propôs **atuar principalmente sobre as taxas de juros**. Mas em seu *memorandum* a *House of Commons*, Kaldor recomendou um retorno aos **controles do crédito**, ao qual opôs em 1958. Além disso, considerava sem sentido a exigência de reservas.

"Em resumo, as opiniões de Kaldor em matéria de moeda mudaram quase substancialmente entre 1958 e 1982, embora ele tenha sido sempre opositor a qualquer forma da Teoria Quantitativa da Moeda. Mas considerando que suas críticas à última, inicialmente, davam a impressão de derivar de algum esquema IS-LM padrão, infestado de *rigidezes* e uma altamente flexível velocidade de circulação da moeda, a visão de Kaldor de uma economia monetária mais tarde flutuou para uma mais radical e heterodoxa instância, o que a tornou incompatível com a teorização neoclássica" [214].

A oposição de Kaldor à Teoria Quantitativa da Moeda sempre foi explícita e direta. Seu ceticismo a respeito da relevância da oferta de moeda seja como variável explicativa seja como política era total. A variação na taxa de juros que transmitia o impacto da política monetária sobre as variáveis reais. Na opinião de Desai, "este mecanismo é o mesmo tal como descrito por Thornton em seu *Paper Credit* [1802]. A diferença entre a taxa de lucro dos investimentos (em capital fixo, em estoques, em ativos financeiros) e a taxa de juros dos empréstimos monetários que é a determinante crucial. Mas, para Kaldor, a elasticidade-juros dos investimentos fixos é muito pequena. As várias razões para isto - baixa elasticidade das taxas longas em relação às taxas curtas, restrições de capacidade sendo mais importantes que outras considerações nas decisões de investimento, a ampla margem absoluta entre a taxa de lucro e a taxa de juros de longo prazo - são descritas no *memorandum* para o Comitê Radcliffe. Tipicamente para um documento dos anos 1950's, o efeito das variações da taxa de juros sobre as compras a prestações é pensada ser o único efetivo canal de controle da atividade real. Mas dada a baixa elasticidade-juros, amplas variações seriam requeridas nas taxas de juros para 'sintonia-fina' da economia e isto não era defendido desde que fariam taxas de juros instáveis" [215].

Kaldor chegou, ao longo de sua crítica ao monetarismo, a colocar em plano secundário a função demanda por moeda keynesiana. Mas Desai argumenta que "ele nunca desenvolveu plenamente este lado 'positivo' de sua teoria monetária. Seu interesse fundamental nos últimos dez anos de sua vida foi combater o monetarismo. Nesta batalha, ele usou a teoria econômica que foi sua melhor arma e também debateu a evidência empírica, mas ele reconheceu sempre que a estrutura teórica e empírica do monetarismo que ele desafiou era uma maciça

---

214 LAVOIE; op. cit.; p. 264.

215 DESAI, Meghnad. The scourge of the monetarists: Kaldor on monetarism and on money. LAWSON, T., PALMA, J. C. & SENDER, J. (ed.). Kaldor's Political Economy. London, Academic Press Limited, 1989. p. 173.

digressão. Ele viu tão claramente as questões de classe e poder que enterrou o coração na batalha" [216].

Mas Kaldor forneceu elementos inestimáveis para a construção de uma Teoria Alternativa da Moeda. "Se esta for bem sucedida, será um duradouro tributo à cruzada de Nicky contra o monetarismo e por uma melhor teoria monetária" [217].

4.3.3. **Combate de Kaldor ao Monetarismo**

Kaldor afirmou, num discurso na *House of Lords* (20 de julho de 1977): "Na minha opinião, monetarismo está destinado ao colapso porque somente pode ter sucesso - se é bem sucedido - pela ruína da indústria, antes de ter sucesso em tornar o trabalho mais submisso" [218].

As personalidades envolvidas com o monetarismo possuem firmes afinidades com as idéias dos filósofos liberais ingleses dos séculos XVIII e XIX, o que inclui a doutrina da Teoria Quantitativa da Moeda. Como Kaldor notou, o novo monetarismo foi uma revolução de Friedman simplesmente no sentido que ele deu bases empíricas coincidentes com sua própria ideologia política do *laissez-faire*. O monetarismo na América está relacionado com os ideiais conservadores do país e a antipatia ao Estado como inimigo da liberdade. Ao contrário, a visão monetária de Kaldor pressupõe ou implica uma ideologia da ala esquerda.

Embora ele se situasse na esquerda, no espectro político, em termos de teoria econômica estava na tradição keynesiana, mesmo superando a síntese neoclássica e criticando alguns pontos da teoria monetária do próprio Keynes. Ele enxergou a natureza autonôma do setor privado. Não defendia mais governo controlando a economia. Não se opôs a uma regra de crescimento monetário não-discricionária, mas pensava que era um grande ilusão acreditar que isto estabilizaria a quantidade de moeda ou os movimentos na renda nominal e no nível de preços. Uma política de rendas seria uma *condição necessária*, para o controle da inflação, e uma *condição suficiente*, pelo menos antes do nível de pleno emprego ser alcançado.

Thirlwall resume **as proposições básicas do moderno monetarismo**, que Kaldor atacou tão veementemente [219].

---

216 DESAI; op. cit.; p. 177.

217 DESAI; op. cit.; p. 181.

218 **apud** THIRLWALL, Anthony P.. Nicholas Kaldor. Washington Square, New York University Press, 1987. p. 301.

219 THIRLWALL; op. cit.; p. 303.

1) O estoque de moeda determina a renda nominal. Uma função demanda por moeda estável implica que variações na oferta de moeda conduz, via *efeito saldo real*, a aumento no nível geral dos preços. Implicitamente assume que a oferta de moeda é exogenamente determinada. Em alguns *papers* de Friedman[220], é jogada de helicóptero...

2) O *mecanismo de transmissão direto* da moeda à renda nominal é através da substituição da moeda por uma longa faixa de ativos (inclusive reais), e não somente por títulos, como na *Teoria Geral* de Keynes.

3) A política monetária seria julgada pelo que está acontecendo no estoque nominal de moeda, não pelo que está acontecendo na taxa de juros (desde que muitas das importantes taxas de retorno dos ativos não são observáveis). Para evitar inflação, a política monetária seria conduzida de maneira a assegurar um crescimento estável para a oferta de moeda, semelhante à taxa implícita de crescimento do produto potencial da economia.

4) O setor privado de uma economia é inerentemente estável, sempre tendendo para o pleno emprego a longo prazo, por isso que política de estabilização governamental é, no melhor, superflua, no pior, desestabilizante. De mesma forma, gastos governamentais meramente fazem *crowding out* aos gastos privados, disputando e absorvendo recursos reais e/ou financeiros.

5) Não há *trade-off*, no longo prazo, entre desemprego e inflação. Tentativas do governo gastar, com expansão monetária, para combater o desemprego, somente provocarão aceleração da inflação. No pensamento monetarista, é mais importante controlar inflação do que combater o desemprego.

6) Com a doutrina do monetarismo, há uma forte fé na ética e nas virtudes do mecanismo de mercado.

Friedman subescreveria todas essas proposições. A Teoria Quantitativa da Moeda, enquanto teoria da causa do processo inflacionário, é uma análise dos fatores que determinam a quantidade real de moeda que a sociedade deseja reter. Em sua visão, variações na posse de saldos reais desejados só ocorrem muito lentamente, enquanto variações na oferta nominal de moeda podem ocorrer independentemente da demanda. O resultado é que variações no nível de preços ou renda nominal são invariavelmente o resultado de variações anteriores na oferta de moeda nominal.

Uma vez que a função demanda por moeda tenha sido especificada, tudo que se necessita é a função oferta, e preços e renda nominal são o resultado dessa interação. A *oferta de moeda* depende, primeiro, do montante da base monetária, que é dependente das atividades das autoridades monetárias e do balanço de pagamentos; segundo, da relação entre os depósitos bancários e

---

220 FRIEDMAN, Milton. Episódios da História Monetária. RJ, Record, 1994. p. 39.

as reservas bancárias na base monetária; e, terceiro, da relação dos depósitos do público não-bancário com o papel-moeda em poder do público. A *demanda por moeda* depende de: riqueza total, a divisão da riqueza entre formas humana e não-humana, as taxas esperadas de retorno da moeda e outros ativos, e a utilidade atribuída aos serviços da moeda relativa à dos outros ativos. Se a oferta de moeda não afeta os fatores reais dos quais a demanda por moeda depende, o efeito de variações na oferta de moeda ocorre sobre os preços em "pleno equilíbrio".

Friedman é crítico dos keynesianos por apegarem-se à visão que variações na oferta de moeda produzem variações na demanda por moeda via taxa de juros, tanto que a velocidade de circulação da moeda é vista como ajustando-se passivelmente às variações no estoque nominal de moeda. Em seu modelo, a demanda por moeda (estritamente para atender às necessidades transacionais) é relativamente inelástica aos juros, com variações na oferta de moeda afetando a renda nominal através da substituição da moeda por uma ampla faixa de ativos.

A abordagem de *portfolio* para a demanda de ativos é, na atualidade, geralmente aceita. Não é uma questão que divide monetaristas e keynesianos. As questões que os dividem estão muito mais fundamentalmente relacionadas com fatores como se a oferta de moeda é exógena ou endógena para um sistema econômico; se a direção de causação é da moeda para os preços ou vice versa e se preços podem crescer independentemente de acréscimos anteriores na moeda; se o setor privado de uma economia é inerentemente estável, e se governos podem exercer uma influência estabilizadora sobre a economia.

Os **dogmas do monetarismo**, que se tornaram guia da condução da política econômica dos anos 70's e pelo menos metade dos 80's, podem ser reduzidos a **quatro proposições-chaves**, segundo Thirlwall [221], interpretando Kaldor:

1) A inflação é um fenômeno monetário num sentido *causal* direto e sindicatos não *causam* inflação.

2) O financiamento governamental é a maior fonte de expansão monetária e uma condição necessária para controle da oferta de moeda é o controle dos gastos do governo.

3) O gasto governamental afasta o gasto privado, tornando inefetiva a estabilização sem corte de despesas do orçamento.

4) O gasto governamental não consegue criar empregos duradouros porque não há, no longo prazo, *trade-off* entre inflação e desemprego; ao contrário, há uma "taxa natural de desemprego"determinada por fatores reais e, se governos

---

221 THIRWALL; op. cit.; p. 305.

tentarem manter o desemprego abaixo dessa taxa, ocorrerá sempre aceleração da inflação.

Sobre a primeira proposição, **se as flutuações na quantidade de moeda são a causa dominante das flutuações no nível de preços**, a argumentação kaldoriana é para mostrar que são *falsidades científicas* as seguintes proposições :

a) que a oferta de moeda é *determinante* do sistema econômico e não a *determinada* ou, em outras palavras, que a oferta de moeda é exógena e não endógena, respondendo às necessidades dos negócios;

b) que a demanda por possuir moeda é estável;

c) que variações na oferta de moeda precedem variações nos preços e renda e (se isto ocorre) necessariamente implica que as defasagens entre variações na moeda e variações nos preços e renda são uniformes.

Sobre a questão de **se a oferta de moeda é endógena ou exógena**, Kaldor defende que, numa economia de pura moeda creditícia, a oferta de moeda nunca pode estar com excesso em relação ao montante que os agentes econômicos desejam reter. Então, não se deve dizer que o nível de gastos cresce em consequência de um acréscimo no montante de moeda bancária possuída pelo público. Pelo contrário, é o crescimento no nível desejado de gastos que conduz a um acréscimo no montante de moeda bancária.

O banco central não possui controle direto sobre o montante de moeda possuido pelo público não-bancário sob forma de depósitos bancários. O único meio pelo qual pode tentar influenciar é atingindo a demanda através das taxas de juros.

Se a oferta de moeda é endógena, surge o famoso contra-argumento de Kaldor: uma firme correlação entre a quantidade de moeda e a renda nominal é evidência não da *potência* da política monetária, mas precisamente o oposto, que a oferta de moeda responde elasticamente às necessidades das trocas. Quanto maior a resposta da oferta de moeda às variações no valor das transações, mais estável a velocidade de circulação da moeda parecerá ser. A questão, contudo, não é se a demanda por moeda é estável ou instável e elástica ou inelástica, mas quanto dinheiro há em estoque ("entesourado") e quanto em circulação.

Sobre **a questão das defasagens** [*lags*], a mera existência de defasagens temporais, com as variações na oferta de moeda aparentemente precedendo as variações na renda nominal, não é em si evidência da exogeneidade da oferta de moeda ou evidência da direção da causalidade. Por exemplo, suponha-se que haja um aumento autônomo nos planos de gastar. O impacto inicial seria reduzir estoques de bens. Repor estoques requer financiamento (motivo *finance* para demanda por moeda) e leva tempo. Então

variações na oferta de moeda podem ser observadas precedendo variações na renda, mas a variação na quantidade de moeda não é necessariamente a causa. O fato que o evento A preceda B não significa que A causa B, e logicamente o fato que o evento B ocorra após A não elimina a possibilidade de que B é a causa de A. Duas metáforas ilustram o argumento: a primeira é que vulcões entram em erupção após seu barulho, e a erupção é a causa do barulho e não vice versa; a segunda é que, antes do Natal, há uma expansão monetária, mas o Natal é a causa, e não o contrário...

Para o *argumento da defasagem* ser levado a sério, a defasagem deve ser ao menos uniforme. Mas o que se pode dizer sobre uma teoria que, quanto mais é testada, aponta uma relação entre as duas variáveis - expansão monetária e nível geral de preços - "longa e variável"?

Deve-se observar que Friedman chega a admitir que a relação entre moeda e preços pode ser perturbada por fatores tais como: expectativas, preços importados, variações na taxa de câmbio, etc., mas enfatiza o ponto que nenhuma inflação pode persistir sem crescimento monetário excedendo o crescimento do produto. Este ponto, entretanto, não é o mesmo que manter que a inflação sempre origina nos fatores monetários. Tem mais a ver com o *Postulado da Sancionalidade* de uma Teoria Alternativa da Moeda, ou seja, a expansão monetária sanciona, mas não causa inflação.

Sobre **a natureza autônoma da oferta de moeda**, a própria base monetária não pode ser vista como exogenamente determinada se é alterada para as autoridades monetárias assegurarem financiamento dos débitos governamentais e estabilizarem as taxas de juros. Nem a exigência de manutenção de uma determinada proporção de encaixe nem a de uma carteira compulsória de ativos providenciam controles efetivos quando o banco central atua como emprestador de última instância para o sistema bancário, e quando há vários meios abertos aos bancos para manter uma desejada proporção de liquidez, sem recurso ao crédito do banco central.

A segunda proposição monetarista examinada por Kaldor, ainda segundo Thirlwall, é **se o financiamento governamental é a maior causa do crescimento monetário** [222]. Déficits governamentais podem ser financiados através de três grandes meios: primeiro, literalmente imprimindo moeda; segundo, vendendo títulos aos bancos; terceiro, vendendo títulos ao público não-bancário. Muitos países não recorrem ao primeiro método. Tentam "fundar" a dívida, vendendo títulos ao setor não-bancário, para neutralizar o efeito do acréscimo do gasto governamental sobre a oferta de moeda. Mas, com os bancos, não é criado um *funding* estável para a dívida pública. Fundar a dívida pública dessa forma não leva ao fim da expansão monetária, através das inovações financeiras.

---

222 THIRWALL; op. cit.; p. 309.

Kaldor mostrou que não há relação entre o tamanho da necessidade de financiamento do setor público (NFSP) e o crescimento da "quase-moeda" (M3). Variações nesta oferta de moeda ampliada são dominadas por empréstimos bancários ao setor privado, que são determinados pela demanda de crédito.

A terceira proposição a ser discutida é **se o gasto governamental e seu financiamento afasta *[crowds out]* o gasto privado**. Primeiro, deve-se distinguir *crowding out* de recursos produtivos (logicamente impossível com capacidade ociosa) do *crowding out* financeiro. Este pode ocorrer se as taxas de juros se elevarem quando o governo colocar sua dívida. Mas isto não é inevitável. Depende da política monetária, das expectativas do público a respeito das futuras taxas de juros, e de em que grau a "poupança" financeira cresce quando a renda cresce. Mas deve-se lembrar que, se o argumento *crowding out* tem força, da mesma forma gasto privado também provoca *crowding out*. Neste sentido, não há nada especificamente pernicioso no gasto público. O debate, na verdade, deve ser a respeito dos méritos relativos do gasto público e do privado.

A última questão é **se políticas expansionistas da demanda, iniciadas pelo governo, podem aumentar o emprego e declinar o desemprego permanentemente**. A resposta depende se o desemprego é *involuntário* ou *voluntário*, e se uma redução nos salários reais poderia provocar um aumento no emprego, sem resistência dos trabalhadores. Monetaristas, ao contrário dos keynesianos, insistem em assumir que todo desemprego é *voluntário*. Na "versão fraca" de sua doutrina, assumem que leva tempo para os trabalhadores ajustarem salários aos preços, através de expectativas adaptativas, podendo então haver um *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego. Na "versão forte", os macroeconomistas novoclássicos assumem expectativas racionais e ajustamento instantâneo, excluindo mesmo um *trade off de* curto prazo[223]. A doutrina das expectativas racionais é usada para negar a existência de desemprego involuntário. Por este argumento, alto desemprego é explicado pela taxa esperada de inflação, não pela deficiência de demanda agregada.

A doutrina das expectativas racionais é um conveniente suporte para justificar a antipatia do "novo monetarismo" em relação a uma política ativa intervencionista do governo e a simpatia em favor de regras não-discricionárias, para orientar a conduta da política econômica. Sob a hipótese de expectativas racionais, não há espaço para a política ativa influenciar eventos, porque se tais eventos produzidos pela política são sistemáticos, os agentes privados adaptar-se-ão, e desse modo tornarão ineficaz a política, neutralizando-a.

Na realidade, quando os paises transformam-se em laboratórios para experimentar a doutrina do monetarismo, esta tem se mostrado ser um guia desencaminhador e custoso socialmente. Não há caso em que tenha conduzido a

---

223 Sobre a sobrevivência da Teoria Quantitativa da Moeda clássica na abordagem novoclássica, ver Apêndice 2 deste Capítulo.

política econômica para cumprir a promessa de simultânea realização do pleno emprego, crescimento constante e estabilidade dos preços.

4.4. NÃO-NEUTRALIDADE DA MOEDA NOS PÓS-KEYNESIANOS

4.4.1. Importância da Moeda para os Pós-keynesianos

Desde a publicação dos livros seminais de Paul Davidson - *Money and The Real World* [224] - e de Hyman P. Minsky - *John Maynard Keynes* [225] -, nos anos 70, tem se desenvolvido uma literatura "pós-keynesiana", cujos principais autores encontram escoadouro de suas idéias na *Journal of Post Keynesian Economics.*

A releitura pós-keynesiana da obra de Keynes resgata sua busca de novos caminhos teóricos, após a publicação do *Tratado sobre a Moeda.* A teoria que Keynes desejava lidaria, em contraste com a Teoria Quantitativa da Moeda, com uma economia em que a moeda desempenha um papel próprio e afeta motivações e decisões. Estabelece, então, o conceito de *economia monetária*, com *a não-neutralidade da moeda.* Numa economia monetária, variáveis monetárias afetam não apenas a forma das decisões, mas sua própria natureza.

Pode-se sumarizar os argumentos, que se encontram em vários escritos de Davidson [226], a respeito de *por que importa o dinheiro.* O dinheiro, para Keynes, é aquilo cuja entrega possui o poder de saldar os contratos de dívida e sancionar os contratos de preços, e em cuja forma se mantém um acervo de poder geral de compra. Davidson conclui desse conceito que "a existência de contratos em termos monetários é essencial para o fenômeno do dinheiro, e que só poderá desenvolver-se 'uma teoria monetária séria' se se toma explicitamente em conta este fato" [227].

A instituição humana do dinheiro e suas instituições de mercado relacionadas com contratos monetários para *i*) a entrega e os pagamentos imediatos [*spot contracts* ou contratos à vista], e/ou *ii*) a entrega e os pagamentos futuros [*forward contracts* ou contratos a prazo] desempenham papéis fundamentais. O tempo econômico impede que tudo ocorra de imediato. A produção requer tempo e, portanto, numa economia orientada para o mercado, a maioria das transações produtivas, ao longo de uma cadeia não integrada de empresas, implicam contratos a prazo. Por exemplo, a realização de contratos trabalhistas e de fornecimento de matérias primas é necessária para o ciclo de produção não sofrer descontinuidade. O financiamento de tais compromissos de custos de produção futuros requer que os empresários disponham de dinheiro para cumprir estas obrigações, em uma ou mais datas futuras, *antes* de que o

---

224 DAVIDSON, Paul. Money and The Real World. New York-Toronto, John Wiley & Sons, 1972.

225 MINSKY, Hyman. John Maynard Keynes. New York, Columbia University Press, 1975.

226 DAVIDSON, Paul. in DAVIDSON, L. (ed.). The Collected Writings of Paul Davidson [CWPD]. Volume 1. London, Macmillan, 1990. cap. 7, 13, 17 e 26; **tb.** op. cit. (orig. 1972); cap. 9.

227 DAVIDSON; op. cit. (CWPD, 1990); cap. 13 (Why Money Matters: Lessons from a Half-century of Monetary Theory. JPKE 1, 1978), p. 229.

produto seja vendido e entregue, recebendo então o pagamento e liquidando a posição.

A existência de contratos monetários para a entrega e o pagamento futuros é fundamental para os conceitos de liquidez e de dinheiro. A idéia de que a inflação é um fenômeno monetário só tem sentido lógico numa economia onde os contratos nominais de longo prazo (particularmente os contratos trabalhistas) são fundamentais para a organização das atividades produtivas. A coordenação sob forma contratual dos fluxos de produção com as posições de estoques ocorre ou para a realização de pagamentos e entregas de imediato (*spot*), de modo que só podem vender-se acervos pré-existentes, ou para pagamentos e entregas numa data futura específica, de maneira que poderão realizar-se também algumas transações com bens e serviços que ainda não se produziu.

O pressuposto pela Teoria Quantitativa da Moeda é que o produto real não é influenciado pela oferta de moeda, pelo menos no longo prazo, porque os níveis de tal renda se determinam fora do sistema de preços relativos de mercado, o qual só funciona para alocar um total dado de bens ou dotações (correntes e futuras). Porém, no mundo real, como no sistema analítico de Keynes, os preços presentes e o pagamento no instante inicial coexistem com os preços futuros e as obrigações de pagamentos monetários futuros, por bens que ainda não se produziram.

Em virtude da produção requerer tempo, os empresários estabelecem contratos a prazo, cuja duração supera o período de gestação da produção, de maneira que possam ter certa segurança dos limites monetários da "posição" que tomam quando iniciam um fluxo de produção. A contratação a prazo pode ser considerada a maneira em que os empresários tratam de manter os controles sobre salários e preços, porque tais controles de custos e de venda são fundamentais, inclusive para a obtenção de financiamento.

A necessidade de reter liquidez é relacionada com a capacidade de saldar dívidas contratuais. "Os mercados relacionados com o tempo, e os contratos de pagamentos monetários para cumprimento futuro são a essência de uma economia monetária, já que são básicos para o conceito de liquidez. A liquidez, num contexto temporal, dados a unidade salarial monetária e o nível de preços resultante, é a coluna vertebral da revolução keynesiana. Os problemas da liquidez e o financiamento são características distintivas da tomada de decisões empresariais rotineiras numa economia monetária" [228].

A detenção de liquidez implica a capacidade para dispor dos meios necessários para cumprir todas as obrigações contratuais em seu vencimento. Dado que o dinheiro de fato é a única instituição que liberará os compromissos contratuais (por definição legal de seu *poder liberatório*), para que qualquer reserva de valor seja líquida, além do dinheiro, deverá ser vendável por dinheiro

---

[228] DAVIDSON; op. cit. (CWPD, 1990); p. 232.

num *mercado instantâneo.* Os *ativos líquidos* são bens negociados em mercados bem organizados e permanentes, o que depende das práticas e instituições sociais da economia.

O fator mais importante dos mercados bem organizados é a instituição de um *regulador de mercado* [*market maker*]. A sua função é ordenar os mercados, ao servir de comprador ou vendedor residual, com o objetivo de estabilizar as cotações. Assim, contraporia as flutuações aleatórias do mercado mediante a utilização de estoques consideráveis do bem em questão e de dinheiro (ou outros ativos líquidos). A ordem, ou seja, a rigidez dos preços instantâneos ao longo do tempo, se mantém mediante as demandas de reserva aos *reguladores do mercado.*

Desse modo, parecem assegurados a continuidade e a ordem de tais mercados instantâneos, desde que o banco central atue como prestamista em última instância e a comunidade continue usando o "dinheiro" do sistema para denominar suas obrigações contratuais. As decisões e atividades dos bancos centrais proporcionam, em última instância, a liquidez de qualquer economia monetária que recorra à instituição da contratação a prazo em termos monetários, para a organização de suas atividades produtivas.

Os *ativos plenamente líquidos* são o dinheiro - ou seja, o que libera as obrigações contratuais, por definição institucional - e qualquer ativo que possa ser convertido em dinheiro num mercado instantâneo onde o *regulador de mercado* "garanta" um preço estável. Assim, numa economia creditícia, o banco central ou uma instituição *reguladora de mercado* com acesso rápido e direto ao banco central criam os *ativos plenamente líquidos* dessa economia. Diferentemente de Friedman, que insiste num conjunto muito mais amplo de ativos, para os pós-keynesianos, só os *ativos financeiros* negociados em mercados instantâneos bem organizados são bons substitutos do dinheiro.

Davidson faz uma crítica tanto à equação de demanda por dinheiro de Friedman, quanto ao uso do *princípio de escassez*, para a definição de ativos plenamente líquidos. "É óbvio que, no mundo real, os bens de capital e os bens de consumo duráveis não se trocam em mercados instantâneos bem organizados e que não tem surgido nenhum *regulador de mercado* que organize tais mercados. Em consequência, tais bens reprodutíveis não podem satisfazer as demandas de liquidez" [229].

4.4.2. **Polêmica sobre as Propriedades da Moeda**

As propriedades essenciais do dinheiro e outros ativos que possuem o atributo de liquidez em alto grau são, segundo Keynes - na *Teoria Geral*, capítulo

---

[229] DAVIDSON; op. cit. (CWPD, 1990); p. 235.

17 -, a *elasticidade de produção* nula ou insignificante - ou seja, o ativo não pode reproduzir-se mediante a aplicação de trabalho em resposta a um incremento da demanda -, e uma *elasticidade de substituição* nula ou insignificante entre os ativos líquidos e os bens que podem reproduzir-se mediante a aplicação de trabalho. A análise pós-keynesiana argumenta que, se a demanda se desvia dos bens produzíveis para o dinheiro, como não se pode empregar trabalho para produzir mais dinheiro, surge a possibilidade de *desemprego involuntário*.

Viu-se que Davidson explica que os bens mercantis não se conservam normalmente como reservas de valores para propósitos de liquidez porque não possuem as características que estimulam o desenvolvimento de mercados instantâneos de ativos, bem organizados, para seu intercâmbio. Portanto, tais *ativos não líquidos* nunca são bons substitutos para o dinheiro. Entretanto, outros *ativos líquidos* que possuem uma elasticidade de produção nula ou insignificante - tais como os ativos financeiros e as divisas - podem ser bons substitutos do dinheiro. Isto permite que débitos privados (como depósitos à vista em bancos comerciais) possam se tornar moeda. As autoridades monetárias, enquanto *market-makers* (ou emprestadores em última instância), os garantem.

Os pós-keynesianos reconhecem um grau de endogenia da oferta monetária através da criação de *substitutos da moeda*. "Na teoria monetária pós-keynesiana, a moeda legal é o conceito básico, mas o conjunto de ativos monetários é maior que apenas o valor do estoque de moeda legal emitida. Agentes privados podem criar moeda se contarem com o apoio institucional de um *market-maker* perfeito, ou quase-moedas. Há, assim, um componente endógeno na criação de moeda em uma economia moderna" [230].

No entanto, o autor citado adverte que esta endogeneidade não é ilimitada. Depende de que a autoridade monetária esteja de acordo em garantir a retaguarda da criação de substitutos da moeda. Os limites da atuação do banco central têm em conta, de um lado, as necessidades de moeda pela atividade econômica, e, por outro, as variações no estoque de moeda não serem completamente arbitrárias.

Neste ponto, há uma discordância de análise entre pós-keynesianos. Diz respeito à possibilidade de controle *direto* da quantidade de moeda pelo bancos centrais. Uma corrente (a de Kaldor, Moore, etc.) não acredita em controle monetário geral e prega o uso de política de juros e/ou de crédito seletivo. Outra (majoritária) ainda não abandonou uma visão tradicional de política monetária.

O *argumento de autoridade* utilizado para justificar esta última é baseado numa interpretação ortodoxa do que disse Keynes a respeito das propriedades da

---

[230] CARVALHO, Fernando J. Cardim. Moeda, Produção e Acumulação: uma Perspectiva Pós Keynesiana. in SILVA, M. L. F. (org.). Moeda e Produção: Teorias Comparadas. DF, Editora UnB, 1992. p. 184.

moeda [231]. Deduz-se dela, indevidamente, uma pregação a favor da limitação da quantidade de moeda, ou seja, da necessidade (e possibilidade) da manutenção da oferta monetária inelástica.

O argumento é construído como o *princípio da escassez* do ativo monetário definisse o seu valor. "É porque se espera que o poder de compra do meio circulante seja estável que ele se torna tão poderosa reserva de valor. Em outras palavras, é da sua relação com contratos que o meio circulante deriva seu atributo de liquidez. É para garantir este atributo que Keynes preconiza serem negligíveis as duas elasticidades, de produção e de substituição. Um objeto cuja quantidade esteja sujeita a variações bruscas não estaria a salvo de excessos de oferta ou de demanda que afetam os outros ativos. A percepção de que os riscos de perda de poder de compra da moeda pudessem ser elevados destruiriam sua função de unidade de contratos, forçando os agentes a buscar alternativas menos eficazes para a coordenação de atividades, como ocorre sob inflação elevada. O preço da preservação do atributo de liquidez, e com ele do sistema contratual sobre o qual se erige a atividade capitalista, é a necessidade de limitação da variação do meio circulante e o desemprego, quando a demanda se volta para ativos monetários" [232].

A Teoria Quantitativa da Moeda ainda influencia essa interpretação. Primeiro, por achar que a estabilidade do poder de compra do meio circulante depende do controle de sua quantidade. **Uma Teoria Alternativa da Moeda inverte essa lógica, afirmando que essa estabilidade do poder de compra da moeda é consequência do controle dos preços básicos** - p. ex., através de política de rendas, de juros, cambial e fiscal. Segundo, por fazer analogia entre resultados de "excesso" ou de "escassez" que afetam outros ativos mercantis e o caso do ativo plenamente líquido por definição institucional. No caso desse ativo monetário (papel-moeda fiduciário ou moeda-bancária), que não é moeda-mercadoria, não é o *princípio de escassez no* mercado que define sua liquidez, mas o poder liberatório, definido legalmente.

As recomendações de política econômica de Keynes contrastam com as dos teóricos quantitativistas. Em virtude do papel do dinheiro no sistema ser a conexão de valor ao longo do tempo, é vital seu valor se manter estável. Porém, isto implica que *outros preços devem permanecer estáveis*, em particular, segundo a visão keynesiana, o preço da mão de obra. Tal estabilidade reduziria também o risco dos contratos de repartição da incerteza e da existência dos mercados onde os negociam. Desse sistema contratual estável depende a coordenação entre os agentes econômicos.

Davidson usa, no mesmo plano conceitual, as idéias de demanda efetiva, grau de endogeneidade e da não-neutralidade da moeda, derivada de sua

---

231 COSTA, Fernando Nogueira da. (Im)propriedades da Moeda. Revista de Economia Política. Vol. 13, n. 2 (50), abr-jun / 1993. pp. 61-75.

232 CARVALHO; op. cit. (1992); p. 182.

retenção ociosa. "Estas propriedades peculiares da elasticidade não significam que a quantidade de moeda seja inalterável. Numa economia de moeda-bancária, a oferta monetária pode variar de forma *exógena* (por condução das operações de mercado aberto) ou *endógena*, já que os bancos respondem a um aumento da demanda por moeda, provocado por motivos financeiros [*finance*], inclusive a necessidade de pagar contas nominais maiores, se aumenta a taxa se salário nominal contratual. Entretanto, numa economia onde a liquidez se associa com estas propriedades peculiares, um aumento da demanda por moeda por motivos precaucionais ou especulativos em desfavor das transações planejadas reduzirá o emprego, sendo dadas todas as demais circunstâncias, apesar que um aumento exógeno da oferta de moeda não terá um efeito direto no gasto de bens reprodutíveis por via dos ajustes de carteira" [233].

Kregel sugere também uma ênfase diferente do que a Teoria Quantitativa da Moeda dá ao papel do dinheiro na análise econômica. "Ainda que o dinheiro seja o menos *incerto* dos elos que ligam o presente ao futuro desconhecido, não se infere daí que as variações da quantidade de moeda ou das variáveis 'monetárias' terão um efeito direto nas avaliações do futuro por parte dos poupadores e investidores ou em suas reações ante a incerteza. As reações do comportamento frente à incerteza são inteiramente independentes de que o dinheiro seja o elo mais seguro entre o presente e o futuro e das razões pelas quais se necessita deste elo" [234]. Em outras palavras, não é a expectativa de excesso da quantidade de moeda que leva à perda de sua função de unidade contratual.

Numa economia monetária, *o dinheiro não é neutro*. Nela, a determinação da demanda efetiva é necessária para determinar se o gasto corrente superará ou será menor que a produção corrente, se as expectativas serão satisfeitas ou insatisfeitas, e se a produção e o emprego se ajustarão às novas expectativas. "A existência de ativos líquidos, que em uma situação de incerteza oferecem como retorno a segurança, faz com que seja possível ao indivíduo abster-se do consumo sem investir. (...) **É a incerteza que cerca decisões cruciais, como as de investimento em ativos de capital real, que abre o espaço da não-neutralidade da moeda no longo período**" [235].

O adiamento dessas decisões de gasto - aplicações em ativos duráveis - tem como contrapartida aplicações em outros ativos (monetários ou financeiros). Isto significa que **não há uma "hierarquia conceitual" entre a teoria da preferência pela liquidez e o princípio da demanda efetiva, na explicação do nível do emprego. Não se trata de uma relação de causa-e-efeito, mas sim de simultaneidade de ações: diferir gastos e reter liquidez.**

---

233 DAVIDSON; op. cit. (CWPD, 1990); p. 235.

234 KREGEL, J. A.. Markets and institutions as features of a capitalistic production system. Journal of Post Keynesian Economics. Vol. III, n. 1, Fall 1980. p. 45.

235 CARVALHO; op. cit. (1992); p. 188. (grifo meu, F.N.C.)

Entretanto, alguns intérpretes colocam todo o peso da teoria do desemprego de Keynes sobre a existência da *armadilha da liquidez*. Ao mesmo tempo, se mostra como esta armadilha desempenharia um papel decisivo numa teoria que postule uma função estável da demanda por moeda (preferência pela liquidez constante) e recorre às variações exógenas da quantidade de moeda para influenciar a economia. Entretanto, quando as variações monetárias são endógenas e a preferência pela liquidez, baseada nas expectativas, é volátil, a *armadilha da liquidez* tem uma importância secundária.

Uma corrente entre os pós-keynesianos - a *fundamentalista* - tende a considerar as variações de emprego ligadas às alterações da preferência pela liquidez dos agentes econômicos como a própria essência da teoria do subemprego, elaborada por Keynes. No entanto, Grellet critica essa versão e alerta que a *Teoria Geral* contém mais duas explicações para o subemprego [236]. A crítica é que a demanda especulativa por moeda não pode ser, por definição (no capítulo 15), senão temporária. Portanto, argumento à base da *armadilha da liquidez* não justifica o desemprego a longo prazo.

No capítulo 2 da *Teoria Geral*, o subemprego aparece como possível porque o nível máximo de lucro que os investidores esperam obter não tem nenhuma razão para ser associado a um nível de produção de pleno emprego. Nesta explicação do *impulso* [***animal spirits***], para a decisão de gastos, não há necessidade de apelar aos fatores monetários.

A terceira explicação do subemprego está exposta no capítulo 17 da *Teoria Geral* e apega-se à própria natureza da moeda. A detenção de um ativo depende da comparação dos benefícios e dos custos ligados a esta posse. A idéia de Keynes é que o rendimento de todos ativos deve se alinhar ao da moeda. Ora, se o rendimento de um ativo não monetário for inferior ao prêmio de liquidez da moeda, é necessário baixar a taxa de juros própria do ativo monetário, o que supõe uma moeda de origem exógena, sujeita à manipulação das autoridades monetárias, condição contraditória em relação à demanda efetiva e à prática bancária.

Essa hipótese é irrealista tanto dentro do regime do padrão-ouro, quanto no sistema monetário moderno. No primeiro caso, a taxa de juros própria do ouro não pode ser considerada como independente das taxas de juros próprias dos outros ativos, pois as diferenças entre estas que justificam os movimentos internacionais de ouro. No sistema de crédito, as autoridades monetárias são incapazes de fixar uma taxa de juros em termos do poder de compra da moeda, ou seja, uma taxa de juros real *ex-ante*. Mas a hipótese de uma oferta de moeda exógena contradiz igualmente o princípio da demanda efetiva exposto por Keynes, no capítulo 3 da *Teoria Geral*. Com efeito, se o estoque de moeda for dado, pode acontecer de não haver moeda - ou crédito - suficiente para financiar a realização dos projetos

---

236 GRELLET, Gérard. La monnaie est-elle à l'origine du chômage? Economie Appliquée. Tome XXXVIII, n. 1, pp. 301-308, 1985.

de investimento, que atendem ao ponto da demanda efetiva realizadora de renda.

Portanto, segundo Grellet, a moeda não é o ativo cuja rigidez da oferta constitui um limite à baixa das taxas de juros próprias. Se estas se tornassem inferiores à taxa de juros própria da moeda, os agentes converteriam seus ativos não monetários em moeda. A única explicação possível para o desemprego a longo prazo é o abandono da explicação em termos de *déficit* da demanda agregada (tal como está nos capítulos 15 e 17 da *Teoria Geral*), para adoção de uma explicação em termos de *déficit* de oferta agregada (sugerida no capítulo 2). Mesmo que a moeda não seja *entesourada*, não é de se supor que uma economia, cujas decisões de investir são tomadas por empresários descoordenadamente, possa caminhar para o pleno emprego. A *moeda entesourada* é um *efeito simultâneo*, não uma *causa antecedente* do diferimento de gastos.

4.4.3. **Demanda por Moeda e Preferência pela Liquidez**

A versão clássica dos motivos da demanda por dinheiro apresenta a moeda somente como *instrumento de trocas*, neutra, não atingindo a taxa de juros e o emprego. A versão keynesiana enfatiza a moeda como *reserva de valor*, tanto para fins transacionais futuros, como para fins precaucionais e oportunidades especulativas. A moeda é *não-neutra*, pois, retida em função das expectativas incertas acerca das variações futuras na taxa de juros, afeta o emprego, a curto prazo.

Um aumento na velocidade-renda da moeda - a proporção de renda que o público deseja conservar em forma de moeda - pode ser sintoma de uma redução na *preferência pela liquidez*, assunto normalmente apresentado como substancialmente idêntico ao que tem sido estudado sob a designação de *demanda por moeda*. Todavia, não é a mesma coisa, uma vez que é em relação ao seu saldo acumulado de riqueza líquida (*estoque*) em vez de em relação à sua renda (*fluxo*) que o indivíduo pode exercer sua escolha entre a liquidez e a iliquidez. Ao se assumir que a demanda por moeda em seu conjunto (e não somente uma parte dos encaixes líquidos do público) tenha determinada relação com a renda não se leva em conta o papel desempenhado pela taxa de juros.

A demanda agregada da moeda do indivíduo é apresentada por Keynes, no capítulo 15 da *Teoria Geral*, como uma decisão única, para a qual concorrem vários motivos diferentes, a respeito de um fundo único, sem compartimentos estanques e sem separação nítida (nem mesmo mentalmente).

A falta de sincronismo entre pagamentos e recebimentos justifica a retenção de saldos monetários para fins transacionais. O **motivo transação** pode

subdividir-se em motivo renda e motivo negócios. O **motivo renda** refere-se a conservar recursos líquidos para garantir a transição entre o recebimento e o desembolso da renda. Dependerá (a) do montante de renda e (b) da duração normal do intervalo entre o seu recebimento e o seu desembolso. O conceito de velocidade-renda da moeda é estritamente apropriado apenas a este contexto. O **motivo negócios** refere-se aos recursos líquidos que são conservados para assegurar o intervalo entre o momento em que começam as despesas (compras) e o do recebimento do produto das vendas (realização). Dependerá (a) do valor da produção corrente (e do rendimento corrente) e (b) do número de intermediários através dos quais passa essa produção.

O **motivo transacional** não inclui a demanda por dinheiro para realização de operações discricionárias (que se exercem à discrição - com prudência e reserva - de modo arbitrário), como realização de investimentos empresariais ou compra de duráveis por consumidores, mas apenas aquelas ligadas à reprodução das atividades rotineiras e repetitivas dos agentes econômicos. É ligado à idéia de gastos rotineiros para girar a renda corrente.

Enquanto o **motivo-transação** (relacionado à repetição e rotina) se liga às despesas ordinárias e certas, o **motivo-precaução** (saldos ociosos para imprevistos) relaciona-se com despesas extraordinárias e incertas.

O **motivo precaucional** para demanda por moeda é tanto para atender às contingências inesperadas e às oportunidades imprevistas de realizar compras vantajosas quanto para conservar um ativo de valor fixo em termos monetários para honrar uma obrigação estipulada em dinheiro. O **motivo precaucional** é o que mais corresponde à idéia de que a moeda é um ativo seguro, com o qual se pode atravessar um futuro incerto e nebuloso, até que as perspectivas e escolhas se tornem mais definidas.

Tanto o **motivo precaucional** quanto o **motivo especulativo** se definem por causa da incerteza quanto ao futuro. O **motivo precaucional** ocorre quando há expectativa que a taxa de juros provavelmente mudará. O **motivo especulativo** surge quando há expectativa que a taxa de juros provavelmente mudará em uma direção ao invés de outra.

Portanto, "a demanda especulativa por dinheiro ocorre quando se tem 'pistas' sobre o futuro, ou seja, quando se tem expectativas definidas (não necessariamente corretas pois é impossível saber *a priori*) sobre o futuro" [237]. Trata-se de uma demanda de dinheiro para "espera". Quando há expectativa de aumento futuro da taxa de juros (ou queda do valor dos títulos prefixados existentes no mercado secundário), é melhor esperar que isto ocorra para só então se fazer aplicações.

---

[237] CARVALHO; op. cit. (1992); p. 186.

A força desses três tipos de motivos dependerá, em parte, do custo e da segurança dos métodos para obter dinheiro em caso de necessidade, por meio de alguma forma de empréstimo temporário, p.ex., saques a descoberto.

O que Keynes mostra é que não é irracional manter ativos monetários para satisfazer oportunidades lucrativas, quando há razões para acreditar em mudança a seu favor no preço dos títulos ou na taxa de juros. Pelo **motivo precaucional-especulativo** a moeda é retida como objeto de retorno como *ativo*, em função de seu atributo de liquidez. Possui a capacidade de permitir ao seu detentor reestruturar imediatamente se *portfólio* quando suas expectativas se confirmarem ou a incerteza diminuir.

O uso de saldos ativos de caixa foi denominado de **circulação industrial** por Keynes, em seu *Tratado da Moeda* (1930), opondo-se ao uso da porção da oferta de moeda que envolve o negócio de distribuição de títulos ou reservas de valor, a **circulação financeira**. Na *Teoria Geral* (1936), a moeda retida para *circulação financeira* está associada aos *motivos precaucional e especulativo*.

Em 1937, Keynes destacou a retenção de dinheiro por motivo de uma *despesa discricionária planejada* - o **motivo** *finance* -, p.ex., entre o planejamento de um investimento e a execução (ou realização). No planejamento de um *gasto discricionário*, como o investimento, o agente econômico tende a reter, *anteriormente ao dispêndio efetivo*, certa quantidade de dinheiro como fundo de reserva e/ou depreciação que lhe permita, seja realizar parte de seus gastos autonomamente (*autofinanciamento interno*), seja conseguir recursos de terceiros em melhores termos (*financiamento externo* à empresa).

Em *antecipação* a gastos discricionários, há demanda adicional por saldos inativos que, se não acomodada, poderá pressionar a disponibilidade de dinheiro para atender os outros três motivos. O **motivo** *finance* é um meio-termo entre a **demanda transacional** (demanda de saldos ativos para serem dispendidos), relacionada com plano definido de dispêndio, e a **demanda precaucional-especulativa** (demanda de dinheiro para ser retido ocioso), representada sob forma de saldos inativos.

Para Keynes, quanto mais alta a taxa de juros - o prêmio para abandonar a liquidez -, menor a preferência pela liquidez monetária. Há um determinado montante de demanda de moeda que permanece inalterado por maior que seja a taxa de juros: trata-se da parcela retida para transações. No extremo oposto da função, estabelece-se a *armadilha da liquidez*, num segmento perfeitamente elástico em relação à taxa de juros, onde os que possuem ativos monetários são unânimes quanto à expectativa de que a taxa de juros já se encontra tão baixa que não seria possível baixar ainda mais.

A *armadilha de liquidez* é causada por um acréscimo na demanda especulativa por encaixes monetários desde que a taxa de juros tenha caído a

níveis inéditos. Os investidores sentiriam crescentemente que as futuras taxas de juros só poderiam ser elevadas. A *demanda por moeda torna-se infinitamente elástica aos juros* em algum piso positivo do nível das taxas de juros de longo prazo.

Para Moore, "um problema com a exposição de Keynes da *armadilha de liquidez* é que obviamente não pode se aplicar às taxas de curto prazo, onde perdas de capital não ocorrem se as taxas futuras sobem. (...) sua teoria da preferência por liquidez deve se referir somente às taxas de juros de longo prazo"[238].

Realmente, é difícil a separação entre teorias de curto prazo e de longo prazo. Os economistas podem meramente tentar categorizar implicações de curto prazo e de longo prazo do comportamento presente: como disse Abba Lerner, "no longo prazo, nos ainda estaremos no curto prazo".

Portanto, para Moore, diferentemente dos pós-keynesianos *fundamentalistas*, **a determinação da taxa de juros como um fenômeno monetário puramente exógeno, numa economia de moeda creditícia, é a chave lógica central da não-neutralidade da moeda**. As forças reais da produtividade e da parcimônia determinam o limite (um tanto flexível) superior ou inferior de uma substancial faixa na qual as taxas de juros podem ser variadas exogenamente pelos bancos centrais. Dentro dessa faixa, as autoridades monetárias estabelecem taxas de curto prazo pela fixação de seu preço de oferta da liquidez (reservas).

Desde que *taxas de juros de curto prazo* são exogenamente administradas pelos bancos centrais, *taxas de longo prazo* refletirão as expectativas coletivas dos mercados de capitais sobre as futuras taxas de juros de curto prazo que o banco central estabelecerá. Os agentes econômicos podem basear-se razoavelmente no seu comportamento presente sobre suas *expectativas de eventos futuros*: suas decisões de investir e aplicar, envolvendo a aquisição de ativos financeiros e reais de longa-duração, são necessariamente para pensar no futuro. As magnitudes do retorno *ex ante* (*esperado*) mais do que *ex post* (*experimentado*) que são relevantes para seus comportamentos.

Randall Wray faz uma distinção entre *liquidez* e *moeda*, e entre *preferência por liquidez* e *demanda por dinheiro* [239]. Um *ativo líquido* é aquele (normalmente com maturidade de curto prazo) que pode ser rapidamente convertido em meio de troca com pequena perda de valor. A *liquidez* é um dos atributos da moeda, e o montante de liquidez, nas formas alternativas de moeda, varia. Pode ser medido pelo prêmio requerido para induzir alguém a trocar um ativo líquido por um ativo

---

238 MOORE, Basil. Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money. Cambridge, Cambridge University Press, 1988. p. 247.

239 WRAY, L. RANDALL. Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach. England, Edward Elgar, 1990. pp. 16-20 e pp. 162-170.

com menos liquidez. Um crescimento na *preferência pela liquidez* significa que este prêmio cresce.

Preferência pela liquidez não é o mesmo que *demanda por moeda*. **Um acréscimo na preferência pela liquidez pode até ser associado com uma queda na demanda por moeda e, consequentemente, na oferta de moeda. A demanda por moeda está relacionada com a demanda por *finance* para gasto.** Esta sua função, no *mercado de crédito*, é tão importante quanto à função de segurança que oferece, num mundo de incerteza. Se se concentra somente sobre a preferência pela liquidez, só se enfoca esta última função da moeda como instituição defensiva.

Em suma, Wray usa o termo *demanda por moeda* "para indicar uma disposição para emitir débito, ou uma disposição para expandir a capacidade orçamentária de gastar em bens, serviços ou ativos. Esta definição claramente distingue demanda por moeda e preferência pela liquidez" [240].

Na medida em que a *demanda por dinheiro* é definida como uma disposição a emitir débitos, para financiar gastos, é ligada primariamente a *fluxos* de gastos. Assim definida, não impacta *diretamente* taxas de juros. Entretanto, um acréscimo na demanda por moeda que é atendido por expansão dos saldos bancários, desde que os bancos providenciem crédito, afetará *estoques*. Neste caso, demanda por moeda pode *indiretamente* afetar taxas de juros.

A *preferência por liquidez* é definida como um desejo de trocar ítens ilíquidos dos balanços por mais líquidos ítens, ou mesmo para diminuir o tamanho de um balanço através de pagamento de débito. É, então, relacionada a estoques e influencia *diretamente* taxas de juros.

Se a preferência pela liquidez é estabelecida como "uma teoria do desejo de possuir ativos de curto prazo face aos de longo prazo", então é mais consistente com a análise de uma *economia de mercado de capitais* do que propriamente com a de uma *economia de endividamento*. "Numa economia com instituições financeiras desenvolvidas, com seguro de depósitos, e com um banco central que está disposto a entrar como um emprestador em última instância, acúmulo de dinheiro em caixa ou moeda estritamente definida são relativamente desimportantes. Além disso, linhas de crédito ou facilidades de saques a descoberto [*overdrafts*] podem satisfazer o motivo *finance* sem requisição de reserva de dinheiro em caixa. Portanto, a noção de Keynes que a taxa de juros é determinada por oferta e demanda de estoques de dinheiro [*hoards*] não se aplica estritamente em nossa economia" [241].

Os bancos tipicamente fornecem *finance* de curto prazo às firmas, o qual não é renovado quando um projeto de investimento é completado e os títulos de

---

240 WRAY; op. cit.; p. 20.

241 WRAY; op. cit.; p. 164.

longo prazo estão com taxas convidativas. Gastos de investimento geram um montante equivalente de "poupanças", recebidas primariamente como depósitos bancários das unidades superavitárias. A *preferência pela liquidez* pode ser medida ou como a taxa de juros diferencial requerida para induzir unidades superavitárias a trocar depósitos bancários por títulos de longo prazo (criando *funding* para os bancos), ou como a taxa de juros diferencial requerida para induzir bancos a adquirir títulos de longo prazo (criando *funding* para os tomadores de empréstimos) com base em uma emissão de passivos de mais curtos prazos.

Esta medida da *preferência por liquidez* tenderia a cair na medida que as expectativas de lucro crescessem. Com redução na estimativa do *risco do credor*, cobrar-se-ia menores taxas de juros. Uma expansão dos balanços dos bancos pode afetar taxas de juros precisamente por causa que os bancos estão preocupados com sua posição de balanço (um estoque). Entretanto, um acréscimo no gasto (aumento da demanda por moeda por motivo transacional ou *finance*), por si, não necessariamente necessitaria ter algum impacto sobre as taxas de juros se os bancos estivessem dispostos a *acomodar*. Expandiriam seus balanços (assumindo posições mais ilíquidas) sem impulsionar as taxas de juros. A conclusão de Wray é que a preferência por liquidez que determina taxas de juros, e não a demanda por moeda, interdependente com a oferta de moeda. Portanto, "**a teoria da preferência pela liquidez não é inconsistente com a abordagem da endogeneidade da moeda**" [242].

Esta posição, sugerida por Wray, que deve ser assumida por uma Teoria Alternativa da Moeda. Nela, os postulados da *não-neutralidade* - fundamentado em parte pela teoria da preferência pela liquidez - e da *endogeneidade da moeda* estariam no mesmo plano conceitual, sem nenhuma hierarquia em termos de importância explicativa.

---

[242] WRAY; op. cit.; p. 169. (grifo meu, F.N.C.).

4.5. ENDOGENEIDADE DA MOEDA EM DEBATE

Há uma vasta literatura pós-keynesiana que contribui para a construção do *Postulado da Endogeneidade* de uma possível Teoria Alternativa da Moeda. Será citada, na medida da necessidade, ao longo do tópico [243]. O que será feito, para não ser repetitivo, é um breve sumário dos seus principais argumentos [244].

4.5.1. Debate entre *Exogenistas* e *Endogenistas*

Na *abordagem endógena da moeda*, a entrada do dinheiro na economia ocorre na medida da necessidade do processo econômico. Numa economia mercantil descentralizada e não-coordenada, a oferta de moeda é endógena quando é criada pelas forças do mercado, de acordo com as necessidades econômicas. Em contraste, a *teoria ortodoxa* tem como referência um modelo de troca que leva a um equilíbrio geral, ao qual a moeda é acrescentada como uma variável exógena. Ela é então vista como um simples numerário intermediário que aumenta a eficiência das trocas face ao escambo direto.

Na visão neo-walrasiana da estrutura econômica, com o modelo de equilíbrio geral, não se usa conceitualmente o dinheiro como reserva de valor. No mundo neoclássico-walrasiano, com mercados competitivos, informação perfeita acerca do futuro, e com um "leiloeiro" que assegura o equilíbrio simultâneo e instantâneo em qualquer período, resulta totalmente irracional manter o dinheiro como reserva de valor, enquanto houver outros ativos financeiros que proporcionem uma rentabilidade positiva.

Surge daí o defeito congênito das teorias monetárias originárias do modelo de equilíbrio geral walrasiano (p.ex., versão IS-LM da síntese neoclássica e monetarismo): moeda é sempre uma adição não essencial à análise. Não se

---

243 Para uma resenha das contribuições dos diversos autores participantes do debate sobre endogeneidade da moeda: COSTA, Fernando Nogueira da. Moeda Endógena, Taxa de Juros Exógena. Ensaios de Economia Monetária. SP, Bienal-Educ, 1992. Cap. 4.
COSTA, F. N. (coord.). Relatório Final da Pesquisa sobre Política Monetária. Campinas, Convênio IPEA-PNUD, janeiro / 1993. Cap. 1.
COSTA, Fernando Nogueira da. Inovações Financeiras e Política Monetária. Texto para Discussão. Campinas, IE-UNICAMP, n. 19, abril / 1993.
MADI, Maria Alejandra Caporale. Política Monetária no Brasil: uma Interpretação Pós-keynesiana. Campinas, Tese de Doutoramento no IE-UNICAMP, novembro / 1993. Cap. 1.

244 Para uma polêmica entre pós-keynesianos brasileiros: COSTA, Fernando Nogueira da. (Im)propriedades da Moeda. Revista de Economia Política. 50, 13 (2), abr/jun 1993.
CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Sobre a Endogenia da Oferta de Moeda: Réplica ao Professor Nogueira da Costa. Revista de Economia Política. 51, 13 (3), jul/set 1993.
COSTA, Fernando Nogueira da. Sobre o "Horizontalismo" da Oferta da Moeda: Tréplica ao Professor Cardim de Carvalho. Revista de Economia Política. 53, 14 (1), jan/mar 1994.

encontra papel para a moeda porque esse é um modelo de troca perfeito, como o escambo: o dinheiro exerce apenas sua função de unidade de conta (numerário) e meio de troca (à vista), pois seria reserva de valor, caso houvesse incerteza, e meio de pagamento (a prazo), caso houvesse diferimento. Como a noção de equilíbrio requer pré-conciliação das escolhas, os agentes não adiam as decisões, nesse modelo.

Para a destruição da Lei de Say da igualdade entre a oferta total e a demanda total, segundo Keynes, basta a presença da moeda, em função da existência de incerteza, ou seja, de ignorância quanto ao futuro. A moeda é a instituição defensiva que permite o adiamento da escolha: é um meio de se adiar decisões; se adiadas, não podem ser conhecidas por ninguém, embora afetem eventos futuros. Dessa forma, os planos dos agentes econômicos podem ser incompatíveis. Não se alcança a situação idealizada do equilíbrio, em que os agentes têm confirmadas suas expectativas, revelando a consistência de cada indivíduo com seu contexto, tanto com seus recursos quanto com outros agentes.

A concepção do dinheiro, na *abordagem da moeda endógena*, é distinta. A **moeda** é aceita socialmente como **dinheiro** quando atua nas funções de meio de pagamento (com poder liberatório dos contratos), meio de circulação (ou unidade de conta contratual) e reserva de valor (transferindo poder de compra do presente para o futuro). Quando, num período de instabilidade dos preços, que determinam seu poder de compra - seu *valor* -, perde a aceitabilidade mercantil de alguma dessas funções, torna-se um *dinheiro parcial* ou *quase-moeda.*

Num sistema capitalista, débitos privadamente produzidos envolvem a criação de moeda, mas a moeda é usada para saldar débitos, o que a destrói. Então, "moeda é endogenamente criada à medida que ativos são produzidos e financiados, e é endogenamente destruída logo que as posições são liquidadas"[245].

Nessa abordagem, *a função liberatória do dinheiro*, ou o poder de saldar dívidas, liquidar débitos ou livrar de situação passiva, é ressaltada. O **dinheiro** é o ativo monetário (que pode ser criado ou pelas forças do mercado ou pela violência do Estado), com atributo de ser plenamente líquido e com *aceitação geral* - social e legal - para exercer essa função. Assim, acumulação de dinheiro transforma-se num meio através do qual os agentes econômicos se previnem de um futuro incerto, para o qual assumiram certos compromissos, ao receberem créditos. Os rendimentos são incertos, mas os débitos são líquidos e certos. Se não saldarem essas dívidas, são levados à bancarrota ou excluídos do jôgo econômico pela decretação de falência.

Uma visão liberal da história monetária enxerga a moeda apenas como uma mercadoria a mais, escolhida segundo critério de comodidade e/ou segurança por

---

[245] WRAY, L. Randall. Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach. London, Edward Elgar, 1990. p. 73.

um sistema econômico auto-regulável, sem a arbitrária intervenção estatal. Paradoxalmente, a **moeda-mercadoria** é vista por grande maioria dos autores (inclusive "endogenistas" como Kaldor e Moore) como tendo uma *oferta exógena*. Isto porque, historicamente, os metais cunhados são impostos pelo poder governamental, para cobrança de tributos e/ou *seignorage*.

A oferta de **moeda-metálica** é considerada *exógena*, pois sua entrada em circulação dependeria da mineração (descoberta de minas) e/ou de saldos superavitários no comércio exterior, num caso de um país não produtor de ouro ou prata. Neste modo de construção teórica, endogeneidade e exogeneidade são objetos de definição, pela abrangência do modelo - economia *fechada* ou *aberta*, com ou sem intervenção do Estado, etc.. Desdenha o conceito de *entesouramento* e de *desentesouramento*, segundo critério de atender as necessidades da circulação, expressas pelas variações de preços, do volume das transações e da velocidade de circulação da moeda.

Sem o conceito de *incerteza*, as diversas formas de moeda estão sempre em circulação ativa. Se em excesso, segundo a Teoria Quantitativa da Moeda, desvalorizarão. Na *abordagem da moeda endógena*, a entrada da moeda em circulação ativa depende das necessidades transacionais e não de sua oferta potencial. O valor da moeda-mercadoria não depende de sua "escassez", numa concepção anti-quantitativista, seja marxista (explicado pela teoria do valor-trabalho), seja keynesiana (explicado pela teoria dos preços e não da moeda).

Na *abordagem da moeda exógena*, a **moeda fiduciária** emitida pelo Estado, principalmente em função do pagamento de seus gastos, é considerada uma variável exógena ao modelo de uma economia de mercado. Mesmo a **moeda creditícia bancária**, com exigência legal de reserva, é considerada de oferta exógena. Exogeneidade no sentido de *controle* significa que o banco central determina o estoque nominal de moeda. Especificamente, o banco central define as reservas compulsórias - e daí a base monetária -, possibilitando controlar o processo de expansão da oferta de moeda bancária, através do *multiplicador monetário*. Analogamente ao caso da moeda mercadoria, seu valor seria determinado por sua "raridade".

Em uma Teoria Alternativa da Moeda, **a teoria da endogeneidade da moeda é válida também para a interpretação do período histórico do "padrão-ouro"**. Há discordância com os pós-keynesianos que distinguem essa teoria de maneira excludente entre moeda mercadoria, fiduciária e creditícia. Moore, p. ex., argumenta que "muito da teoria macroeconômica do *mainstream* é apropriada para um mundo de moeda mercadoria ou fiduciária mais do que para um mundo de moeda creditícia" [246].

---

[246] MOORE, Basil. Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money. Cambridge, Cambridge University Press, 1988. p. IX.

Essa validade da endogeneidade pode ser defendida com o conceito de *entesouramento*, usado por Marx, para a crítica da teoria ricardiana *bulhionista*. Mas Wray argumenta também que **não só a moeda foi endógena no passado, como também que não podia ser exógena. A moeda mercadoria, atuando somente como instrumento de troca, não era consistente com a lógica da economia capitalista**. A restrição de reservas não controlava a criação do crédito, que sempre foi essencial para a acumulação de capital. A experiência histórica mostra que somente durante uma crise, eventualmente, o sistema capitalista reverte para a moeda mercadoria - e esta crise pode ser resolvida por ação acomodatícia por parte do banco central na oferta de moeda fiduciária. A alternativa é uma deflação de débitos que destrói o valor do capital acumulado.

Segundo Wray, há uma relação entre a moeda creditícia e a lógica do capitalismo, desde seus primórdios [247]. A moeda existiu como unidade de conta desde o desenvolvimento da propriedade privada. **A moeda creditícia foi a primeira forma de moeda, criada como unidade de conta**. Os mercados foram desenvolvidos mais tarde, o que conduziu ao uso da moeda como meio de troca. Em vários casos, a moeda mercadoria cunhada pelo governo e a moeda creditícia emitida privadamente existiram lado-a-lado, em sociedades pré-capitalistas. A moeda fiduciária foi, para a maior parte das nações, uma inovação do moderno capitalismo.

A lógica do capitalismo requer que a moeda creditícia seja a forma "normal" de moeda e que a moeda mercadoria seja um caso aberrante. O propósito social do crédito é providenciar poder de compra para o capitalista. Então, ele pode comprar os bens e serviços necessitados hoje para produzir os bens e serviços que serão vendidos amanhã. Se estas vendas se realizarem com os preços esperados, o capitalista obtém dinheiro suficiente para pagar seu débito e retirar da circulação moeda creditícia.

Entretanto, a lógica do sistema capitalista também requer que o poder de compra não seja meramente estendido a qualquer um que deseja crédito. Idealmente, o crédito seria fornecido a capitalistas que iriam acrescentar capacidade produtiva e aumentar a produção daqueles bens que poderiam ser vendidos com preços suficientes para cobrir despesas e dar lucros para sustentar a acumulação de capital. Porém, não há mecanismo num sistema capitalista para garantir **a priori** esse resultado.

Os refinanciamentos normalmente são assegurados somente àqueles que periodicamente (de acordo com o estipulado pelos contratos de crédito) os reembolsam. O pagamento do crédito obtido, sob a ameaça de seu reacionamento, obriga uma orientação da produção estritamente para aceitação do mercado. O banqueiro atua como juiz no julgamento de quem merece crédito. Mas não há garantia que o racionamento do crédito necessariamente gerará o

---

[247] WRAY; op. cit.; pp. 54-61.

volume necessário de crédito e o colocará nas mãos corretas. Falências e quebras bancárias ocasionais são um resultado esperado da motivação privada do sistema capitalista.

A lógica do sistema capitalista requer que não possa ser constrangido pela produção de moeda mercadoria. Então o crédito funciona normalmente como moeda. **A reversão à moeda mercadoria é uma aberração, irracional e ocorrência rara.** Uma corrida à moeda mercadoria causa repúdio dos débitos e destrói o valor dos ativos de capitalista acumulados.

Num funcionamento normal da economia capitalista, mais moeda toma a forma de crédito. Num moderno sistema financeiro, bancos não podem sustentar-se sobre reservas individuais de ouro. O primeiro passo para um sistema bancário seguro requer um sistema de reservas apoiado pelo banco central, que sustenta a criação endógena de moeda creditícia.

Há, na literatura pós-keynesiana, pelo menos *seis argumentos para criticar a noção de oferta de moeda exógena*:

1. a moeda creditícia é ofertada em resposta a contratos de crédito, administrados por bancos, ou de vendas a prazo, efetuadas pelo público não-bancário; não se pode ter uma oferta dela *independentemente* da demanda de crédito.

2. os empréstimos - que criam depósitos - são contratados por decisões de mutuantes e mutuários: deve-se criticar o *automatismo* do modelo tradicional de multiplicador, em que não cabem incerteza e problemas conjunturais, e sua *causalidade*, em que os depósitos à vista são um múltiplo das reservas - na verdade, estas são uma fração daqueles.

3. os bancos centrais normalmente preferem *acomodar* as necessidades dos bancos comerciais;

4. desde que os bancos centrais tentem controlar o estoque de moeda, eles só podem fazer isto, *indiretamente*, através do nível da taxa de juros;

5. o controle absoluto da quantidade da moeda poderia ocorrer somente ao custo da *ruptura* do mercado financeiro.

6. com a *administração dos passivos* (inovação financeira), os bancos tornam-se mais capazes de *acomodar* variações na demanda por crédito, com uso menos frequente da assistência financeira de liquidez propiciada pelo banco central, que os "pune" com o custo e a fiscalização.

4.5.2. **Debate entre Pós-keynesianos**

Embora um núcleo de idéias comuns possa ser distinguido, as várias versões pós-keynesianas das teorias de oferta de moeda endógena têm *diferenças* com respeito a: (1) o período de tempo da análise (é a oferta de moeda endógena no curto ou no longo prazo?); (2) o grau de endogeneidade; (3) os fatores que são mais importantes na determinação do grau de endogeneidade (objetivos políticos e técnicas operacionais do banco central ou práticas bancárias); e (4) a natureza e a direção da causalidade entre atividade econômica, demanda por crédito, empréstimo bancário, nível de preço, e oferta de moeda.

Para a maioria dos economistas pós-keynesianos (Davidson, Minsky, Chick, Dow, Rousseas, Wray, Arestis, Carvalho, etc.), assim como para alguns institucionalistas (p.ex., Niggle, Carter), com as (importantes) exceções dos "horizontalistas", tais como Kaldor e Moore, a oferta de moeda é vista como somente *parcialmente endógena*. A elasticidade do crédito (e moeda) com respeito à taxa de juros não é nem perfeitamente elástica (*horizontal* na representação gráfica) nem perfeitamente inelástica (*vertical* no gráfico), situando-se entre elas (a curva de oferta de moeda deve ser desenhada com uma *inclinação para cima* proporcional à taxa de juros).

Aqueles que aceitam esta última posição rejeitam tanto a tese ortodoxa, que considera a oferta de moeda plenamente controlada pelo banco central e independente de sua demanda, quanto a posição extrema, que considera a oferta de moeda plenamente determinada por sua demanda. De acordo com estes autores, as Autoridades Monetárias possuem alguma capacidade de controlar os agregados monetários. Entretanto, para desempenhar suas tarefas institucionais, tendem a acomodar a oferta de moeda baseada na demanda por ela, evitando largas flutuações nas taxas de juros. Grandes flutuações aumentariam a instabilidade financeira e romperiam a eficiência dos mercados. Além disso, induziriam formas de *inovação financeira*, reduzindo os controles das autoridades monetárias sobre esses mercados, enquanto a produção e o emprego cairiam dramaticamente.

O uso de flutuações moderadas de taxas de juros por propósitos políticos é reconhecido por estes autores. Isto torna possível descrever a oferta de moeda como uma função crescente da taxa de juros, cuja elasticidade será elevada, mas não necessariamente infinita. Em qualquer taxa, a oferta de moeda é endógena num grau pronunciado, mas sem ser perfeitamente endógena. A demanda de moeda cria a oferta, em maior ou menor extensão, mas nunca inteiramente sua própria oferta. O grau pelo qual a oferta de moeda é positivamente inclinada depende da política discricionária do banco central. Dependendo do risco do credor, o *spread* bancário pode variar. Se os *mark-up* dos bancos são flexíveis, então não faz sentido representar uma curva de oferta de moeda como horizontal.

Para alguns desses autores (*endogenistas estruturalistas*), uma oferta horizontal pode ser aceita como uma descrição polarizada do funcionamento do sistema financeiro ou um simplificado estratagema analítico para ser contraposto à similar noção simplista da oferta de moeda vertical. Portanto, "verticalistas" e "horizontalistas" seriam extremistas polarizados, sendo estes últimos os radicais da defesa da endogeneidade da moeda.

De acordo com a posição "horizontalista", principalmente desenvolvida por Moore, a oferta de moeda, em amplo sentido, é não somente derivada do crédito mas também plenamente determinada pela demanda por ela. Isto é devido à hipótese que, para bancos individuais, a quantidade de oferta de crédito é uma variável não-discricionária, enquanto as autoridades monetárias estão destinadas a acomodar plenamente a oferta de base monetária baseada em sua demanda.

Moore sublinha também a importância do "saque a descoberto" garantido pelos bancos a seus clientes como uma prova do caráter não-discricionário desta variável. Nos sistemas financeiros modernos, os bancos não podem modificar, por sua própria iniciativa, o volume de crédito a pagar. Este está submetido às decisões unilaterais dos tomadores (dentro de um limite pré-estabelecido), devido à existência do saque a descoberto, p. ex., sob forma de "cheques especiais". O nível exato do crédito não pode depender de uma escolha arbitrária do setor bancário, baseado num acréscimo do custo marginal de empréstimo, desde que bancos são "formadores de preços" (*price setters*) e "tomadores de quantidade" (*quantity takers*), na relação com seus clientes. Isto é, no *mercado a varejo e atacadista*, mas não no *mercado interbancário* e na relação com o banco central.

O banco central, por outro lado, não tem o poder de reduzir, direta e isoladamente, a base monetária. Pode somente elevá-la, para suportar uma expansão da intermediação bancária. Esta assimetria é explicada pelo fato que, em períodos de expansão, quando o banco central pode desejar restringir a base monetária, bancos comerciais alocam mais dos rendimentos de suas carteiras de ativos ao crédito para clientes, colocando dificuldades à restrição de suas reservas. A venda de títulos de dívida pelo banco central dirigirá os bancos ao redesconto (assistência financeira de liquidez). Como consequência, a política pretendida de restrição de depósitos através do controle das reservas pode não ocorrer.

De acordo com esta posição, então, a endogeneidade da moeda depende tanto do caráter não-discricionário dos empréstimos bancários, quanto da capacidade do banco central fixar somente a taxa de juros. O banco central é incapaz de alcançar meta pré-estabelecida (*ex-ante*) para a base monetária. Analiticamente, isto significa que a oferta de moeda efetiva se adequa à sua demanda, ou seja, é infinitamente elástica à taxa de juros. Na representação gráfica, a tendência *horizontal* da oferta monetária caracterizaria a *endogeneidade*.

O que inicialmente foi visto como uma simples diferença formal entre representações gráficas da endogeneidade da moeda - *horizontalistas versus positivamente inclinados* - está se derivando para uma disputa escolástica (um problema da relação entre a fé e a razão), com risco de provocar um fratricídio intelectual. Hoje, talvez as caricaturas dos defensores dessas posições fossem as de *doutrinários*, que defendem com fé o conjunto de princípios de Keynes como verdadeiros dogmas, e as de *iconoclastas*, que radicalmente destroem imagens ou ídolos, não respeitando as tradições. A estes, nada parece digno de culto ou reverência.

Está em jogo a unidade da escola de pensamento pós-keynesiana, não sob uma questão de *forma*, mas de *conteúdo*. Os *fundamentalistas* disputam o espólio intelectual de Keynes com verdadeira garra e gana. Acusam os *horizontalistas* de o dilapidarem, ao abandonarem a teoria da preferência pela liquidez. Querem a segregação desses do convívio intelectual da família pós-keynesiana. Estes deserdados respondem que não se poder ser um bom pós-keynesiano sendo apenas keynesiano *fundamentalista*. Há que superar Keynes, conservando de seu espólio somente o que é aplicável à realidade institucional contemporânea.

As posições se radicalizaram a partir do ataque de Moore. "Keynes foi forçado a adotar argumentos inconvincentes e metafóricos a respeito da exogeneidade das taxas próprias de retorno da moeda por sua falha em enfatizar, na *Teoria Geral*, a crucial diferença entre uma moeda mercadoria e uma moeda creditícia. (...) erro fundamental de Keynes foi sua disposição a aceitar que 'a quantidade de moeda como determinada pela ação do banco central'. Suas famosas propriedades da moeda claramente podem referir-se somente à moeda mercadoria ou fiduciária. Elasticidades de produção e substituição zero pelo setor privado obviamente não se aplica à moeda creditícia" [248].

Tivesse Keynes incorporado, na *Teoria Geral*, seus antigos *insights* do *Tratado sobre a Moeda*, que o banco central fixa a taxa de juros mais do que a quantidade de oferta de moeda, então, na opinião de Moore, a oferta de moeda creditícia tornar-se-ia endogenamente dirigida pelo crédito e determinada pela demanda. Ele seria bem capaz de sustentar sua principal conclusão, que as taxas de juros são um fenômeno monetário e não real, e que o retorno sobre a moeda é exógeno, mais a "regra do alojamento", de maneira muito mais fácil, simples e persuasiva.

Porque Keynes, na *Teoria Geral*, sustentou-se sobre a hipótese que o estoque de moeda era exogenamente fixado pelas autoridades monetárias, sua original teoria da preferência pela liquidez para a determinação das taxas de juros, infelizmente, para Moore [10], aparece *indeterminada*. Por sua própria lógica, a demanda por moeda e o nível das taxas de juros variariam com o nível da renda, e então a variações da taxa de juros tornariam a afetar o gasto em

---

[248] MOORE; op. cit.; p. 246.

investimento, o que conduziria a posteriores variações na renda e na taxa de juros. Keynes caiu numa circularidade de idéias.

Dennis Robertson fez uma sátira à teoria da taxa de juros, elaborada por Keynes, baseada na teoria da preferência pela liquidez, em que se espera que o prêmio (a taxa de juros), para se abandonar a liquidez, varie. "A taxa de juros é o que é pela expectativa que ela seja diferente. Se não há expectativa de que ela seja diferente, não há nada que nos diga por que ela é o que é".

Keynes tratou a taxa de juros de longo prazo relevante ao equilíbrio monetário como um fenômeno largamente psicológico e convencional, sem fundamento real. "Mas sua contribuição central foi reverter a direção da causação que ocorre no ajustamento de Wicksell da *taxa de mercado* à *taxa de juros natural*. Para Keynes, é a eficiência marginal do capital que se ajusta à corrente *taxa de juros de mercado*, ao invés do inverso. Múltiplos equilíbrios monetários são portanto claramente a norma, cada qual relacionado a uma diferente configuração da variável exógena chave - a *taxa de juros de mercado*" [249].

As forças de mercado endógenas, combinadas com as reações das autoridades monetárias, determinam os limites entre os quais os bancos centrais variarão exogenamente as taxas de juros nominais de referência. Segundo Moore, os bancos centrais estabelecem as taxas de juros nominais de curto prazo domésticas fixando exogenamente o preço da oferta marginal de liquidez para o sistema bancário. Exogeneidade simplesmente implica que o banco central escolhe sua taxa de juros nominal de empréstimos aos bancos, e tem uma considerável faixa de arbítrio. As taxas básicas de referência são uma variável política exógena e não um fenômeno de mercado.

Além da própria taxa de juros de mercado, as autoridades monetárias têm outras referências para fixar as suas taxas de juros. "A faixa na qual os bancos centrais nacionais administram as taxas nominais de curto prazo domésticas pode diferir amplamente ao longo do tempo e entre diferentes países. Dependerá das técnicas da política monetária, da sensibilidade do comportamento econômico às variações das taxas de juros, do tamanho e abertura da economia, do grau de mobilidade do capital, da extensão no qual o banco central está disposto a sustentar as reservas cambiais externas e flutuar as taxas de câmbio, das esperadas taxas da inflação doméstica e da externa, da disposição do governo regular e impor controles sobre a economia, e da extensão na qual a política é coordenada entre países. Em economias abertas, onde o capital é móvel, o ponto central dessa faixa pode ser esperado aproximar-se em média das taxas de juros nominais correntemente vigentes no mercado financeiro internacional" [250].

A taxa de juros, num modelo keynesiano convencional, é determinada no *mercado de capitais*. Porém, as curvas de oferta e demanda por moeda creditícia

---

[249] MOORE; op. cit.; p. 253.
[250] MOORE; op. cit.; p. 266.

são de fato *interdependentes*, pois esta moeda creditícia é criada a partir de uma relação contábil de débito-e-crédito, dependente de contrato entre dois agentes - o "demandante" (devedor) e o "ofertante" (credor). Uma *abordagem de moeda endógena* rejeita a análise de oferta-demanda para um *mercado de crédito* com comportamento competitivo, inerente na determinação keynesiana da taxa de juros de equilíbrio, no *mercado de capitais*. Um acréscimo na demanda relativo à oferta não se transforma automaticamente num acréscimo na taxa de juros.

Segundo Rousseas, "um meio de sair desse impasse, com um quadro teórico pós-keynesiano, é a mudança de ênfase da teoria da preferência pela liquidez para a moeda creditícia e o papel dos bancos. A melhor maneira de fazer isso é aplicar a teoria de fixação de preços via *mark-up* de Michal Kalecki para as taxas de empréstimo exigidas pelos bancos para o crédito bancário" [251].

Portanto, alguns daqueles que adotaram a abordagem da endogeneidade da moeda substituiram a *teoria da preferência por liquidez* por uma *teoria da taxa de juros por mark-up*: Kaldor, Moore, Rousseas. A teoria do *mark-up* essencialmente toma o comportamento do banco central como o determinante da taxa de desconto, que determina então a taxa de empréstimo de liquidez ou qualquer outra taxa de juros do mercado a atacado, que é o maior componente dos custos operacionais. Dado esse custo dos fundos no atacado, os bancos adicionam um *mark-up*, para estabelecer a taxa de juros de empréstimos, no varejo. A curva de oferta de moeda é então *horizontal*, nesta dada taxa de juros.

Wray, pelo contrário, argumenta que *a curva de oferta de moeda não é horizontal*, mesmo se todos depósitos criados retornem ao sistema bancário, porque bancos estão preocupados com crescentes *graus de exposição* (relações de alavancagem). Mesmo que os bancos não sejam estritamente restritos pela quantidade de moeda, suas disposições para fazer empréstimos devem ser uma função de suas disposições de assumirem posições ilíquidas, nos ativos. Esta disposição certamente será afetada pelo estado de expectativas a longo prazo, face à lucratividade. Porém, será também afetada pelas posições de balanços dos bancos, pelas preferências de portfolios do público, e pelas políticas do banco central.

A posição de Wray é de que "a teoria da preferência pela liquidez não é simplesmente um expediente 'falho', adotado numa crítica à *teoria dos fundos de empréstimos*. É uma parte necessária da teoria geral de Keynes. A teoria da preferência pela liquidez é firmemente ligada às teorias keynesianas da demanda efetiva, da relação entre a eficiência marginal do capital e o investimento, e do motivo *finance*. **A teoria da preferência pela liquidez não é inconsistente com a abordagem da moeda endógena**. Realmente, a teoria da preferência pela liquidez fica forte com a abordagem da moeda endógena, justo como a

---

[251] ROUSSEAS, Stephen. Post Keynesian Monetary Economics. London, Macmillan, 1986. p. 51.

abordagem da endogeneidade da moeda fica forte com a teoria geral de Keynes"[252].

Tendo como exemplo esta postura conciliatória, no próximo capítulo se defenderá a tese de que - mesmo que este debate pareça ser um diálogo de surdos - é possível não *segregar*, mas sim *agregar* idéias complementares dessas duas correntes da Escola Pós-keynesiana.

---

252 WRAY; op. cit.; p. 170.

4.6. SANCIONALIDADE DA MOEDA NOS PÓS-KEYNESIANOS

A Escola Pós-keynesiana analisa as relações existentes entre as forças monetárias e reais sob duas formas. A primeira, vista no tópico anterior, enfoca as influências do setor *real* no *monetário*, através da *endogeneidade da oferta de moeda*. A segunda, a ser vista neste tópico, destaca as influências dos fatores *monetários* nos fenômenos *reais*, através da análise do *mecanismo de transmissão dos efeitos monetários*.

Por uma Teoria Alternativa da Moeda, vai se demonstrar, na seguinte ordem de subtópicos: primeiro, que os mecanismos de transmissão revelam os limites dos instrumentos de controle monetário; segundo, que, face às limitações da política monetária, o *ciclo monetário* depende crucialmente de decisões mútuas de mutuários e mutuantes; terceiro, que as decisões de gastos, para serem efetivadas, dependem de sancionamento da demanda por *finance*; finalmente, que, da mesma forma, a moeda bancária pode ser *sancionadora*, mas não *causadora* de variações no nível geral dos preços.

4.6.1. **Mecanismo de Transmissão dos Instrumentos de Política Monetária**

O debate sobre política monetária gira em torno do que é chamado de *mecanismo de transmissão*. Como afeta a economia? Através de quais canais opera? Através deste conceito, as variáveis monetárias normalmente são vistas separadamente do setor "real", onde são determinadas variáveis tais como emprego e produto. Tradicionalmente, numa economia dicotomizada, o setor real é privilegiado na análise. Mas, na economia monetária, analisada por Keynes, a moeda não é neutra e está integrada no setor real por meio de sua influência nas decisões.

A análise do mecanismo através do qual se transmitem os efeitos das variações monetárias, com ênfases diversas sobre a importância relativa de diferentes ligações (via quantidade de moeda ou taxa de juros) entre estes dois setores - o monetário e o real -, é uma área central de disputa entre campos rivais de teóricos da moeda. Em geral, os mecanismos de transmissão propostos podem reduzir-se a dois tipos fundamentais:

1) o **mecanismo de transmissão direto**, para o qual variações da oferta de moeda determinam *diretamente* variações no gasto;

2) o **mecanismo de transmissão indireto**, para o qual variações da oferta de moeda geram, antes de tudo, variações na taxa de juros, e apenas por esta *via indireta* conseguem eventualmente influenciar a demanda agregada.

Os livros-textos distinguem um modelo "clássico" e um "keynesiano". "No primeiro, a moeda é demandada somente para propósitos de transação, a velocidade é estável, o pleno emprego é assumido, a moeda é neutra, os salários e preços são flexíveis e as variações na oferta de moeda produzem um efeito sobre preços *diretamente* através do gasto de saldos excessivos. No último, a moeda é demandada por motivos transacional, precaucional e especulativo, com o último propiciando um piso para a taxa de juros, velocidade é instável, há ajustamento de quantidade e desemprego, uma oferta de moeda determinada pela demanda, salários e preços rígidos, e um supostamente 'keynesiano' mecanismo de transmissão, onde variações na oferta de moeda operam *indiretamente*: do objetivo imediato, no mercado monetário, à taxa de juros dos títulos e à demanda de bens de investimento" [253].

Deste modo, na visão keynesiana tradicional, o efeito primário das variações monetárias é o de atingir a taxa de juros e, portanto, a velocidade de circulação da moeda. Só em consequência da taxa de juros se explicam as influências monetárias nas variáveis reais, ou seja, o mecanismo de transmissão é o *indireto*.

A sequência lógica do modelo keynesiano, convencionalmente, é:

a) a oferta de moeda determina a taxa de juros, dada a preferência pela liquidez;

b) o juro determina o gasto de investimento, dada a elasticidade-juros da eficiência marginal do capital;

c) o investimento determina a renda, dada a função consumo, via multiplicador;

d) a geração da renda exige um certo nível de emprego;

e) o emprego e o salário nominal determinam o nível geral dos preços.

Nesse processo sequencial, "segundo as hipóteses keynesianas, ao contrário do que acontece se partirmos das hipóteses neoclássicas, todas as variáveis que aparecem na identidade ***MV = PT*** se modificaram. A irrelevância da Equação de Trocas, para a análise keynesiana, é clara: *ex-post* ***M, V, P e T*** são certamente susceptíveis de assegurar a validade da relação nas duas situações, mas *ex-ante*, sem uma teoria econômica precisa, a equação não está em condições de revelar seja o que for sobre a dinâmica dos processos reais" [254].

Na *teoria de seleção de carteira de ativos* de Tobin, são introduzidas *duas precisões* na explicação para o modo através do qual se exercem as influências monetárias no mecanismo de transmissão keynesiano. A primeira diz respeito à escolha de *portfolio*. Há uma vasta gama de títulos financeiros, que são

---

253 O'BRIEN, D. P.. Monetary Economics. in CREEDY & O'BRIEN (ed.). Economic Analysis in Historical Perspective. London, Butterworths, 1984. Cap. 2. pp. 28/9.

254 BIANCHI, Carluccio. Teorias da Moeda. Lisboa, Editorial Presença, 1977. pp. 124/5.

substitutos da moeda de acordo com o grau de liquidez. Há, portanto, uma estrutura de taxas de juros, que vai da taxa zero sobre a moeda até as taxas mais elevadas sobre os títulos cujo vencimento é mais longínquo e, consequentemente, com liquidez menor. Dado que os investimentos implicam o emprego de capital monetário por períodos de tempo relativamente longos, apenas a taxa de juros dos títulos de longo prazo deveria ser considerada importante para a decisão de investir. Porém, as variações monetárias não afetam muito as taxas de longo prazo, pois a moeda é substituto estrito de títulos a curto prazo e suas variações incidem sobretudo nestas taxas.

A segunda precisão refere-se à importância da taxa de juros para as decisões de investimento. Tobin distingue entre incentivo para investir e financiamento dos investimentos. O estímulo para expandir o estoque de capital depende da *expectativa de expansão da demanda efetiva* mais do que do *nível da taxa de juros*. Este seria um indicador da disponibilidade existente de fundos para empréstimos, porém não tão decisivo, pois não se contrata empréstimos, mesmo a baixo custo, se não se espera vender a quantidade potencial de bens propiciada pela expansão da capacidade produtiva.

Dessas duas precisões, Bianchi destaca conclusões importantes. "Por um lado, expansões monetárias não exercem uma grande influência sobre as taxas de juros [de longo prazo]; por outro lado, variações destas últimas não constituem um estímulo suficiente para investir. Assim, ao contrário da análise de Keynes, as expansões monetárias são quase inteiramente absorvidas por variações opostas na velocidade de circulação da moeda, sem influências relevantes nas variáveis reais" [255].

Essas conclusões da *teoria do portfólio* suscitaram, por parte dos monetaristas, a acusação de que, na análise keynesiana *fiscalista*, "a moeda não importa". Na verdade, é a *não-neutralidade da moeda* - pois "a moeda importa nas decisões" -, para Keynes, que implica a falsidade da Lei de Say. A propensão a usar alguma porção da riqueza corrente para adquirir (e manter) liquidez, ao invés de comprometer renda completamente em adquirir bens produzíveis e serviços, reflete um comportamento *sensível* dos tomadores de decisão - um comportamento que nega a Lei de Say.

Se é verdade que a *expansão* monetária tem *escassos efeitos positivos* sobre as variáveis reais, uma Teoria Alternativa da Moeda argumenta que a *contração* na oferta de moeda, ou sua expansão insuficiente, perante aumentos da renda e/ou do nível de preços, tem *efeito real negativo*, ao não sancioná-los. **Não é tanto o inevitável aumento da taxa de juros, no mercado de capitais, mas sobretudo a carência de *finance* necessário para o financiamento dos gastos programados, no *mercado de crédito*, e o não sancionamento das**

---

[255] BIANCHI; op. cit.; p. 131.

vendas ao nível dos *mark-ups* desejados, no *mercado de bens*, que constituem obstáculos na expansão do sistema.

Essa assimetria, na *efetivação* da política monetária [256], é explicada pela Teoria Alternativa da Moeda. A curto prazo, se a quantidade de moeda que *efetivamente* entra em circulação *ativa* é insuficiente em relação às necessidades de vendas dos produtores, e se os agentes econômicos não estão dispostos a aumentar a velocidade de circulação da moeda ou criar substitutos adequados da moeda, a economia retrocede para níveis mais baixos de produção, emprego e renda. Decisões de produção, a curto prazo (com elevados estoques não-desejados), e de investimento, a longo prazo (com capacidade ociosa não-planejada), são adiadas. **A não-sancionalidade pela moeda das decisões *ex-ante* de produção e de investimento, em conformidade com as necessidades reais da indústria e do comércio, ocorre concomitantemente com a elevação da taxa de juros. Portanto, caso preços crescentes não sejam *sancionados* (*validados por moeda*), provavelmente estão acompanhados de taxas de juros também crescentes, que estimulam as aplicações e não os gastos.**

Aqueles que possuem, ou podem tomar emprestado, ou são capazes de emitir moeda - na quantidade necessária - são os únicos que podem efetivar de fato seus planos de gastos. Variações na oferta de moeda - quer politicamente induzidas, quer criadas pelo sistema bancário - não podem *estimular*, mas variam a composição do gasto. Assim, "o canal através do qual a política monetária é transmitida depende crucialmente da maneira pela qual é conduzida" [257].

O financiamento do governo, seja por lançamento de títulos da dívida pública, seja por emissão monetária, afeta a distribuição mercantil do gastos, com implicações para a pressão sobre a estrutura de preços relativos [258]. Os dois tipos de política monetária impõem sobre as firmas direções totalmente diferentes: as aquisições de *open market* têm seu principal *efeito sobre o custo de emissão de novos títulos, ações e/ou debêntures*; o déficit governamental financiado por emissão monetária tem *efeito direto sobre as vendas*. Produto, preços, emprego, e decisões de investimento são afetados por essa diferença. Se as firmas respondem ao menor custo de empréstimos com maior demanda de bens de investimento, o próximo passo depende da resposta das firmas relevantes na indústria de bens de investimento ao aumento das vendas. Elas podem expandir a produção de bens de capital ou aumentar seus preços. Isto é claramente o início do processo multiplicador. Este processo começa mais cedo no caso de um déficit fiscal. Quando o déficit fiscal for dirigido principalmente para as rendas assalariadas, o crescimento na demanda é percebido inicialmente na indústria de bens de consumo, enquanto no caso das operações de *open market* é o

---

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

257 CHICK, Victoria. The Theory of Monetary Policy. Oxford, Basil Blackwell, 1973. p. 137.

258 CHICK; op. cit.; p. 147.

investimento o primeiro atingido. Os próximos passos dependem das expectativas das firmas.

Mesmo em obras mais recentes, Chick insiste em afirmar que "a mais importante mensagem é sobre a futilidade de falar sobre o mecanismo de transmissão divorciado do tipo de variação monetária em consideração" [259]. O *mecanismo de transmissão* depende do modo de introdução da nova moeda na economia e dos instrumentos de política monetária utilizados - taxa de juros, taxa de câmbio, racionamento de crédito, coordenação de preços -, como se verá em seguida.

Num *survey* sobre os trabalhos que nos últimos 30 anos descreveram o *mecanismo de transmissão* - o impacto da política monetária sobre os preços e o produto -, na literatura inglesa, Miles e Wilcox [260] constataram que, nos anos recentes, houve muito menos ênfase que antes sobre as ligações entre as variações no estoque nominal de moeda e o nível da demanda nominal. Trabalha-se mais sobre o impacto das variações na demanda nominal agregada sobre salários, preços e quantidades dos bens. Analisa-se também como uma variação na política monetária - p. ex., um acréscimo na taxa de juros nominal - colide com elementos particulares da demanda: trabalha-se, pois, com um nível de agregação menor.

As autoridades monetárias influenciam taxas através de operações nos mercados monetários. Em princípio, é como ofertante monopolista de base monetária [*high powered money*] que as autoridades monetárias têm influência significativa sobre taxas de juros, através do mercado de redeconto. Vários modelos assumem que as autoridades monetárias podem escolher qualquer nível da taxa de juros, independentemente do sentimento do mercado se atribuir um grau de controle demasiadamente grande. Porém, o problema não se refere à sua capacidade técnica de fixar uma determinada taxa de juros nominal a curto prazo, mas mais ao custo em termos de outros objetivos de mover taxas para *regiões extremas*. Isto constrata com macro-modelos *standards* onde, através da variação no estoque nominal de moeda - uma variável assumida estar no poder das autoridades monetárias variarem exogenamente -, qualquer nível da taxa de juros pode ser alcançado, impunemente. Ela se torna extremamente volátil.

A ligação entre *taxa de juros* e *gastos reais* é claramente um elo crucial no mecanismo de transmissão. Condicionada por dada expectativa inflacionária, uma variação na taxa nominal afeta, logicamente, taxas de variação real. O investidor tem seu comportamento econômico ditado por uma taxa de juros **a priori**, ou seja, sua expectativa de taxa *real* (face à inflação esperada), *líquida* (após a tributação), *a longo prazo* (para planejar futuras decisões). Mas o impacto das variações nas taxas nominais sobre expectativas de inflação (mesmo a direção

---

259 CHICK, Victoria. On Money, Method and Keynes: Selected Essays. London, Macmillan, 1992. p. 115.

260 MILES, David K. & WILCOX, Joe. The Money Transmission Mechanism. in GREEN, C. J. & LLEWELLYN, D. T. (ed.). Monetary Theory and Policy. Oxford, Basil Blackwell, 1991. p. 225.

disto não é clara) e os efeitos do sistema tributário fazem a ligação com a taxa de juros nominal variar e o custo real do capital de empréstimos difícil predizer. As longas defasagens entre a tomada de decisão e a implementação do gasto, e a longa vida de muitos projetos tornam inevitável que os tomadores de decisão devam prever o custo de capital (e o custo de oportunidade) muitos períodos a frente. Variações temporárias nas taxas de juros são, por essa razão, improváveis de terem muito efeito sobre investimento e consumo de bens duráveis. Além disso, variações antecipadas nas taxas de juros, se de fato realizadas, podem ter pouco efeito aparente sobre a decisão de gasto já *tomada*, com base em planos de investimento passados.

A associação entre déficits comerciais e influências externas sobre o crescimento monetário foi sempre realizado. As consequências monetárias domésticas da *intervenção no câmbio* foram vistas como uma ameaça à meta monetária, sendo necessário, portanto, esterilizá-las. Mais fundamentalmente, foi visto que, se uma política monetária não-acomodacionista era para ser efetiva na redução da inflação, seria necessário operar em parte flexibilizando o regime de câmbio.

Nos modelos tradicionais de mecanismo de transmissão com *taxas de câmbio fixas*, um acréscimo na oferta de moeda provoca inflação, o que resulta num balanço de pagamentos deficitário e fluxo monetário para o exterior, que pode eventualmente provocar o retorno da oferta de moeda doméstica ao seu nível original. No entanto, com uma *taxa de câmbio livremente flutuante*, e a abolição de controles cambiais, os canais através dos quais opera a política monetária alteram-se. Coloca-se atenção particularmente sobre a ligação entre *taxa de juros* e *taxa de câmbio*, que é agora vista como um dos mais poderosos mecanismos de transmissão entre política monetária e preços e produto.

O governo pode influenciar o gasto através da política monetária, sem grandes variações na taxa de juros, numa situação que o gasto desejado seja inelástico aos juros. A política deve operar então através da disponibilidade de *funding* mais do que através de variações na taxa de juros. O *racionamento de crédito* pode elevar-se por causa da imposição de restrições sobre taxas de juros ou quantidades de empréstimos. O racionamento de crédito pode resultar de assimetrias informacionais entre credores (bancos) e devedores (firmas) [261]. A literatura teórica em macroeconomia, baseada em relações muito simples, geralmente sob forma reduzida e agregada, omite detalhes do mecanismo de transmissão, tais como esse da microestrutura do mercado de créditos.

Durante os anos 1980's, tornou-se evidente que, assim como nos agregados mais estreitos, os desenvolvimentos tecnológicos e outras formas de inovações financeiras causaram dramáticas variações na velocidade de circulação da moeda *ampla* (M4). Portanto, a ligação entre a moeda *ampla* e a renda nominal era

---

[261] FAZZARI, Steven. Keynesians Theories of Investiment: Neo, Post and New. Revista de Economia Política. Vol. 9, n. 4 (36), out-dez / 1989. pp. 106/7.

altamente incerta e era possível o crescimento da moeda *ampla* dar sinais equivocados aos agentes econômicos (diferentemente do argumento novoclássico) a respeito do comportamento esperado da demanda agregada.

A hipótese que, pelo menos a curto prazo, **os preços são *fixados***, claramente dá um mecanismo de transmissão verdadeiramente diferente da demanda agregada ao produto que o dos modelos neo-walrasianos (entre os quais o novoclássico) de preços flexíveis. Os modelos de *fix prices* mostram claramente como políticas monetária e fiscal podem ter efeitos reais (fora do equilíbrio walrasiano).

Nesses *modelos de preços flexíveis*, o ajustamento dos preços não é derivado da análise das decisões dos agentes individuais. Sob competição imperfeita, como nos *modelos de preços fixos*, cada ação dos agentes dependerá geralmente das transações realizadas pelos outros. **As decisões otimizantes dos agentes individuais são condicionadas por suas expectativas das decisões dos outros, interações que produzem resultados imprevistos. Como os preços fixados pelos agentes econômicos, via *mark-up desejado*, respondem também ao sancionamento (ou não) pela demanda, dependem do que eles percebem das respostas de outros agentes**.

As ações individuais são descoordenadas. Daí a dificuldade de uma *política de coordenação* para redução dos preços dos bens e dos salários. Há desconfiança de cada agente que sua iniciativa de cortar seus preços não será seguida igualmente por outros. Queda na demanda agregada, via política monetária contracionista, é inefetiva perante preços rígidos para baixo, devido a essas percepções.

Questões de credibilidade e expectativas são, sem dúvida, cruciais no comportamento dos agentes econômicos. As expectativas sobre a futura política e a credibilidade de uma política anunciada, para alcançar determinadas metas, são centrais na avaliação do impacto de qualquer política.

Por fim, tanto *a substitutibilidade entre vários ativos*, que determina até que ponto os impactos da realocação de *portfolio* atingem a política monetária, quanto *as restrições de crédito* - dois fatores centrais no mecanismo de transmissão -, são fortemente dependentes dos desenvolvimentos institucionais. A desregulamentação financeira, a remoção dos controles cambiais e a crescente internacionalização dos mercados financeiros têm tido, e terão, efeitos dramáticos sobre como opera a política monetária. Esta evolução das instituições financeiras e dos mercados pode ser vista como parcialmente endógena. A percepção disso conduz à mudança de ênfase na modelagem. A conclusão do *survey* de Miles e Cox é que "modelos de forma reduzida crescentemente têm sido substituídos por

modelos de base institucional, onde a maneira na qual o mecanismo de transmissão opera depende da estrutura detalhada dos mercados financeiros"[262].

A modelagem do *processo de fragilidade financeira*, por Minsky, como se verá no próximo tópico, enfatiza a base institucional [263], para exame das decisões de *portfólio* e restrições de crédito, que conformam um real ciclo monetário.

4.6.2. **Teoria da Instabilidade Financeira em Minsky**

Minsky desenvolve uma teoria para explicar porque a economia flutua, mostrando que a instabilidade e a incoerência exibidas periodicamente estão relacionadas com o desenvolvimento da fragilidade das estruturas financeiras. Ocorre normalmente, em economias capitalistas, no curso do financiamento da aquisição de ativo de capital e investimento. "A principal razão por que nossa economia comporta-se de diferentes maneiras, em diversos períodos, é que as práticas financeiras e a estrutura de compromissos financeiros variam. As práticas financeiras resultam em pagamento de obrigações incorporadas em contratos, que refletem as condições do mercado e as expectativas predominantes quando foram negociados e assinados. Os pagamentos das obrigações importam em dívida e são cumpridos à medida que a economia se move através do tempo. O comportamento e, particularmente, a estabilidade da economia mudam, assim como a relação do pagamento das obrigações com os fundos disponíveis para pagamentos varia, e a complexidade dos arranjos financeiros se desenvolve" [264].

As *fontes de mudança* surgem de: oportunidades lucrativas abertas às inovações financeiras, dado um conjunto de instituições e regras; um impulso para inovar as práticas financeiras em busca de lucros por famílias, empresários e banqueiros; e intervenções legislativas e administrativas por governos e bancos centrais. Se, com a passagem do tempo, o comportamento da economia muda, o fundamento intelectual de uma legislação particular pode ser superado. Com o

---

262 MILES & WILCOX; op. cit.; p. 258.

263 Nas próprias palavras, em artigo autobiográfico, Minsky revela o início da influência institucionalista em sua obra. "A experiência na Alemanha [onde serviu, no primeiro semestre de 1946, na Divisão de Estatística do Governo Militar americano] - e as interações com Saposs [David Saposs, chefe dessa Divisão, conhecido economista trabalhista, discípulo de John R. Commons, o grande economista institucionalista norte-americano] - imprimiu em mim a importância das instituições específicas e circunstâncias históricas sobre o que acontece no mundo. Desde esse tempo, penso eu ter entendido que abstrações teóricas são necessárias para ajustar o raciocínio - mas teoria abstrata é o início da análise econômica séria, não o produto final" . Em sua opinião, "se eu decidisse, o curso padrão americano em economia seria eliminado e economia seria introduzida no contexto de ciências sociais e história. A maneira americana usual de ensinar economia molda economistas americanos que são bem treinados mas pobremente educados". MINSKY, Hyman. Beginnings. in KREGEL, J. A. (ed.). Recollections of Eminent Economists. London, Macmillan Press, 1988. p. 170/172.

264 MINSKY, Hyman. Stabilizing an Unstable Economy. New Haven/London, Yale University Press, 1986. p. 197.

tempo, a legislação, e as instituições e costumes que ela criou, podem perder a legitimidade e advir uma onda de desregulação.

Para analisar como as obrigações financeiras afetam a economia é necessário observar as unidades econômicas em termos de seus fluxos de caixa. Isto significa que **uma defasagem da sincronização entre pagamentos contratuais dos débitos e receitas operacionais pode surgir na relação bancos-empresas, quando posições em ativos de longo prazo são financiados por passivos de curto prazo**.

Nesta breve introdução às idéias de Minsky já se destacam alguns *conceitos-chave* para entender seu pensamento. A abordagem da *decisão de investir* como parte integrante da composição do *portfólio*, num estado de incerteza, é peça central da análise de Minsky. A fonte das flutuações cíclicas está na *instabilidade do investimento*. A origem desta está na incerteza que cerca as decisões dos indivíduos e das firmas, numa economia capitalista. A *incerteza* surge porque essas decisões são descentralizadas, não-coordenadas, e podem resultar em processos de geração de *incoerências*, através de confronto de planos incompatíveis.

A principal causa da instabilidade está na decisão quanto à composição e financiamento do portfólio de cada agente. A cada momento esta decisão conta com novas informações e cenários do futuro. Minsky introduz as relações financeiras na teoria de investimento keynesiana. Ao incorporar a estrutura do passivo, ou seja, o financiamento da posição dos ativos, apresenta uma superação do capítulo 17 da *Teoria Geral* de Keynes, onde há a ausência explícita das relações financeiras das unidades econômicas que transacionam entre si. Na *decisão de portfólio*, Keynes enfatiza *como escolher* ativos (situação de uma *economia de mercado de capitais*); Minsky incorpora também *como financiar* a retenção ou a propriedade dos ativos (caso de uma *economia do endividamento*).

Com Minsky, há a introdução dos passivos na discussão. Interessa não só *a estrutura dos ativos*, mas também como se dá o seu financiamento, verificando *a composição passiva*. Cada unidade econômica é caracterizada por como, no seu portfólio, compatibiliza *as datas e os valores dos pagamentos* com *as datas em que espera receitas suficientes*, para cumpri-los. O balanço de cada agente compõe-se, portanto, através da tentativa de compatibilização de *o custo de financiamento em seu passivo* com *a expectativa de retorno de seu ativo*.

A *decisão de portfólio* pode ser vista como a compatibilização de *fluxos de entrada de caixa* - de dinheiro - com os *fluxos de saída de recursos*, para cumprir compromissos. Os fluxos de entrada e de saída eram expectativas, que se firmaram em contratos. Mas os retornos dos ativos continuam *incertos*, enquanto os pagamentos dos passivos contratados tornaram-se *certos*, pois, caso não

sejam efetuados, o contratante sofre penalidades. O risco é de bancarrota, com exclusão do jogo econômico.

O conceito de *fragilidade financeira* surge dessa operação. Significa o grau de prudência no endividamento dos agentes econômicos que constituem um sistema financeiro, seja por critério de liquidez, seja por solvência.

Se a taxa de juros real (em relação aos próprios preços) se eleva demasiadamente e o retorno líquido do investimento não a compensa, agrava-se a *fragilidade financeira*, dada pela relação entre o custo do serviço da dívida e o rendimento esperado. A capacidade de pagamento do devedor é função de: vendas, grau de endividamento, prazo da dívida, taxa de juros, correção cambial, correção monetária.

O **processo de instabilização da economia** é visto sob dois pontos de vista: o do devedor e o do credor. A decisão de empréstimo depende do *risco do tomador de empréstimos* quanto à rentabilidade esperada e do *risco do emprestador* quanto à insuficiência da margem de garantia. Se o *risco do devedor* está associado à incerteza referente ao retorno do próprio ativo financiado em sua compra, o *risco do credor* envolve esta incerteza acrescida do risco do tomador não pagar nas condições estipuladas em contrato. Este *risco do credor* tem de ser compensado não só com a taxa de juro imposta em cada contrato (além do encurtamento de prazo), como também com uma certa margem de segurança, expressa por um ativo em garantia.

As opções de fundos de terceiros são a emissão de novas ações e os contratos de empréstimos. No caso desta última opção, o decisivo é a *aversão ao risco* do credor e/ou do devedor, quando há aumento dos fundos externos em relação aos fundos internos. A idéia é análoga ao *princípio do risco crescente*, de Kalecki.

O *risco do devedor* envolve dois aspectos. O primeiro é que a taxa de retorno de qualquer capital é inversamente proporcional à acumulação de riqueza. O segundo é que o aumento da participação relativa do investimento financiado por endividamento provoca uma reavaliação subjetiva da margem de segurança, ou seja, cai a taxa de desconto atribuída aos ganhos esperados. Isto, por sua vez, implica na queda do *preço de demanda do ativo de capital* - a taxa de retorno de um ativo (**q - c + l + a**) avaliado ou cotado a preço de mercado -, pois cai o valor presente do fluxo de caixa esperado proveniente de sua utilização (**q - c**).

A elevação do *preço de oferta do ativo de capital* - o custo de reposição ou preço de indução para produzi-lo - ocorre por causa do adicional com valor capitalizado do fluxo de caixa destinado aos compromissos financeiros. Estes são elevados com a maior parcela do investimento financiada externamente.

O maior preço de demanda do bem de capital face ao preço de indução da decisão de produção de bem de capital é a causa primária da variação positiva do investimento. O ***boom* de investimentos** ocorre quando há menor aversão ao risco e maior uso da margem ociosa da capacidade de endividamento. O aumento do *grau de endividamento* expressa a variação do uso de fundos externos face aos fundos internos. Há maior pressão da demanda e aumento dos preços dos ativos retidos.

O bom desempenho econômico e as altas taxas de retorno do capital aplicado conduz a um clima de expectativas otimistas. Os baixos riscos de endividamento avaliados pelos credores e devedores dão margem a que os investimentos sejam sustentados por *criação endógena de dinheiro* através do crédito bancário. O período de tranquilidade financeira e prosperidade econômica tendem a levar à redução da margem de garantia requerida pelos bancos e a aumentar o grau de alavancagem financeira das empresas não-financeiras, subestimando-se os futuros riscos do financiamento externo em relação ao uso de fundos internos.

Quando se eleva o fluxo de caixa referente ao pagamento de compromissos financeiros diante do fluxo de receita esperada, é sintoma da diminuição do *grau de prudência no endividamento*. Com o aumento relativo dos encargos financeiros, há maior dependência de *refinanciamento* por parte das empresas endividadas, independentemente do nível da taxa de juros. Na expansão, com a necessidade de crédito, se as autoridades monetárias tentam regulamentar a relação entre os bancos e seus clientes, o interesse mútuo de mutuantes e mutuários resulta em *inovações financeiras* fora do controle do banco central. Há *criação endógena de moeda*.

As margens de segurança requeridas na concessão de crédito são diminuídas. A estrutura de ativos aponta na direção de maior grau de especialização em bens de capital, caindo a parcela relativa dos ativos mais líquidos perante aos menos líquidos. A decisão de investimento através da aquisição de ativo de capital, para propiciar maior fluxo de caixa (**q**), implica numa *decisão de portfolio*, em que a emissão de dívidas significa aumento do fluxo de obrigações (**c** sendo tanto custos de retenção de ativos quanto custos financeiros) e menor grau de liquidez (**l**) no portfolio, por causa da revenda dos ativos líquidos, para aquela aquisição.

Aumenta, portanto, a imobilização dos balanços das firmas, que passam a ter menor margem de manobra frente às novas necessidades de refinanciamento. Para honrar os compromissos financeiros, eleva-se a dependência de crédito de curto prazo em relação à capacidade de pagamento com receitas correntes. Os períodos de *boom* dos ciclos econômicos, enfim, são caracterizados por maior grau de endividamento.

A **inversão do ciclo de expansão** pode se dar em função do aumento percentual do *estoque* de dívida face ao *saldo* de fundos próprios e/ou do aumento do *fluxo* do serviço da dívida face ao *fluxo* de receitas. Além destas *receitas correntes*, o devedor pode buscar fundos para cumprir os compromissos financeiros através de *refinanciamentos* - o que o torna dependente do comportamento do mercado financeiro - e/ou da *liquidação* de seus ativos.

Se a taxa de juros sobe, as unidades especulativas tentam se refinanciar ou vender ativos, o que - realizado simultânea e agregadamente - abaixa seus preços. Menores lucros comprometem mais o fluxo de caixa e podem levar outras unidades à necessidade de refinanciarem a dívida e, se não conseguirem saldar os débitos que vão vencendo, também venderem ativos e assim sucessivamente. Elevação da iliquidez e da insolvência de empresas endividadas resulta em passagem do predomínio de financiamento especulativo para Ponzi [265].

A venda de ativos, para obtenção de "caixa", se generalizada, pode provocar queda nos preços dos ativos (inclusive resultar em menor margem de garantia em termos reais) e desencadear a reversão de expectativas para novas decisões de investir. A queda do *preço de demanda dos ativos de capital*, inclusive das cotações das ações, induz as aquisições de controle acionário de plantas existentes. Há revisão das decisões de novos investimentos, pois os gastos com *preços de oferta de bens de capital* tornam-se maiores do que o preço de comprar o já existente.

Com a queda dos gastos em investimentos e, consequentemente, da demanda efetiva, surge um processo de deflação dos débitos. Os recursos disponíveis são utilizados para saldar as dívidas e/ou adquirir ativos mais líquidos. A preferência pela liquidez, sob forma de moeda e quase-moeda, resulta da reavaliação subjetiva dos agentes econômicos quanto à estrutura de seus passivos. Num ajustamento financeiro, as firmas devedoras se dedicam a um processo de alongamento do perfil da dívida, buscando *funding* para trocar dívida de curto prazo por dívida de longo prazo.

Não só os empresários devedores, mas também os banqueiros credores revêem suas posições. O *estado de crédito* descreve as expectativas dos credores em relação aos negócios de seus clientes. A revisão das expectativas conduz a novas avaliações subjetivas, que expressam a dúvida quanto à capacidade de honrar as dívidas por parte de seus clientes. Pioram as condições de crédito em termos de prazo, exigências de garantias e custo. O resultado é a diminuição do *grau de alavancagem financeira* das firmas. Ele expressa a medida em que o endividamento financia operações ativas das empresas, elevando a taxa de retorno sobre os capitais próprios correspondentes. A *alavancagem*

---

[265] MINSKY; op. cit.; pp. 206-208. Ver tb. COSTA, Fernando Nogueira da. Ensaios de Economia Monetária. SP, Bienal-Educ, 1992. pp. 81/2.

financeira é positiva quando o uso de capitais de terceiros impõe custos inferiores à rentabilidade obtida com seu uso.

A deterioração das condições de crédito, portanto, é decisiva. Na verdade, a *preferência pela liquidez*, que eleva a taxa de juros, e a *flutuação do investimento* - porque a demanda insatisfeita por crédito a curto prazo conduz à venda generalizada e à queda dos preços dos ativos -, expressam *dois aspectos do mesmo fenômeno* de reação face à quebra do estado de confiança que se mantinha na expansão. Os preços dos ativos de capital e dos títulos financeiros são voláteis, ao longo de um ciclo completo.

Em suma, as configurações incoerentes resultantes de planos incompatíveis das empresas não-financeiras e das instituições financeiras com atuação própria refletem a divergência de expectativas quanto às margens de segurança. A elevação do risco do credor e do tomador de crédito acaba por produzir uma queda na demanda por investimento, com reflexo no desemprego e na renda, conduzindo a economia a um período de recessão.

A *hipótese da instabilidade financeira*, de Minsky, apoia-se em dois aspectos do processo de fragilidade financeira. Do lado passivo, o encarecimento do serviço da dívida e sua necessidade de rolagem provocam pressão de liquidação dos valores dos ativos. Do lado ativo, a queda dos lucros conduz à deterioração da capacidade de validação dos débitos. Em poucas palavras, a *hipótese da instabilidade financeira* constitui o principal instrumental analítico, elaborado por Minsky, centrado na mudança do estado de expectativas de lucro a longo prazo, que baliza as decisões empresariais em emitirem e de seus credores reterem títulos de dívida, para financiar posições em ativos de capital e projetos de investimento.

4.6.3. Circuito Decisão - *Finance* - Efetivação - *Funding*

As diferentes fases técnicas do **processo de criação e anulação de moeda**, a partir da concessão de um empréstimo por parte de um banco, até o pagamento dos salários e matérias-primas, o retorno da liquidez às mãos das empresas, e o reembolso final do crédito, são descritas por Graziani, baseando-se na teoria keynesiana [266].

A primeira fase - **criação de liquidez** - é representada pela concessão às empresas de um empréstimo que lhes permite cobrir os custos de produção. Uma empresa pode ter recursos, em princípio, de duas fontes de financiamento: ou por um empréstimo bancário ou por colocação de títulos no mercado de capitais. Este pode ser uma fonte de liquidez para as empresas.

---

[266] GRAZIANI, Augusto. La théorie keynésienne de la monnaie et le financement de l'économie. Economie Appliquée. tome XLIV, n.1, pp. 25-41.

A segunda fase da sequência - **financiamento da produção** - consiste na utilização que as empresas fazem dos empréstimos recebidos. Embora se enfatize o *financiamento dos investimentos*, a produção de bens de consumo, assim como a produção de bens de capital, exige a disponibilidade de um fornecimento de fundos. O *financiamento inicial* (*finance*), um empréstimo de capital de giro para as empresas financiarem a produção, é fornecido pelo crédito bancário, ou seja, a fonte não é a despesa dos consumidores. Mas, no que se refere ao *financiamento final* (*funding*), ou seja, os fundos que permitem às empresas reembolsar as dívidas aos bancos, e que as empresas obtêm vendendo, seja bens, seja títulos, é evidente que estes fundos não podem senão vir das rendas precedentemente distribuidas.

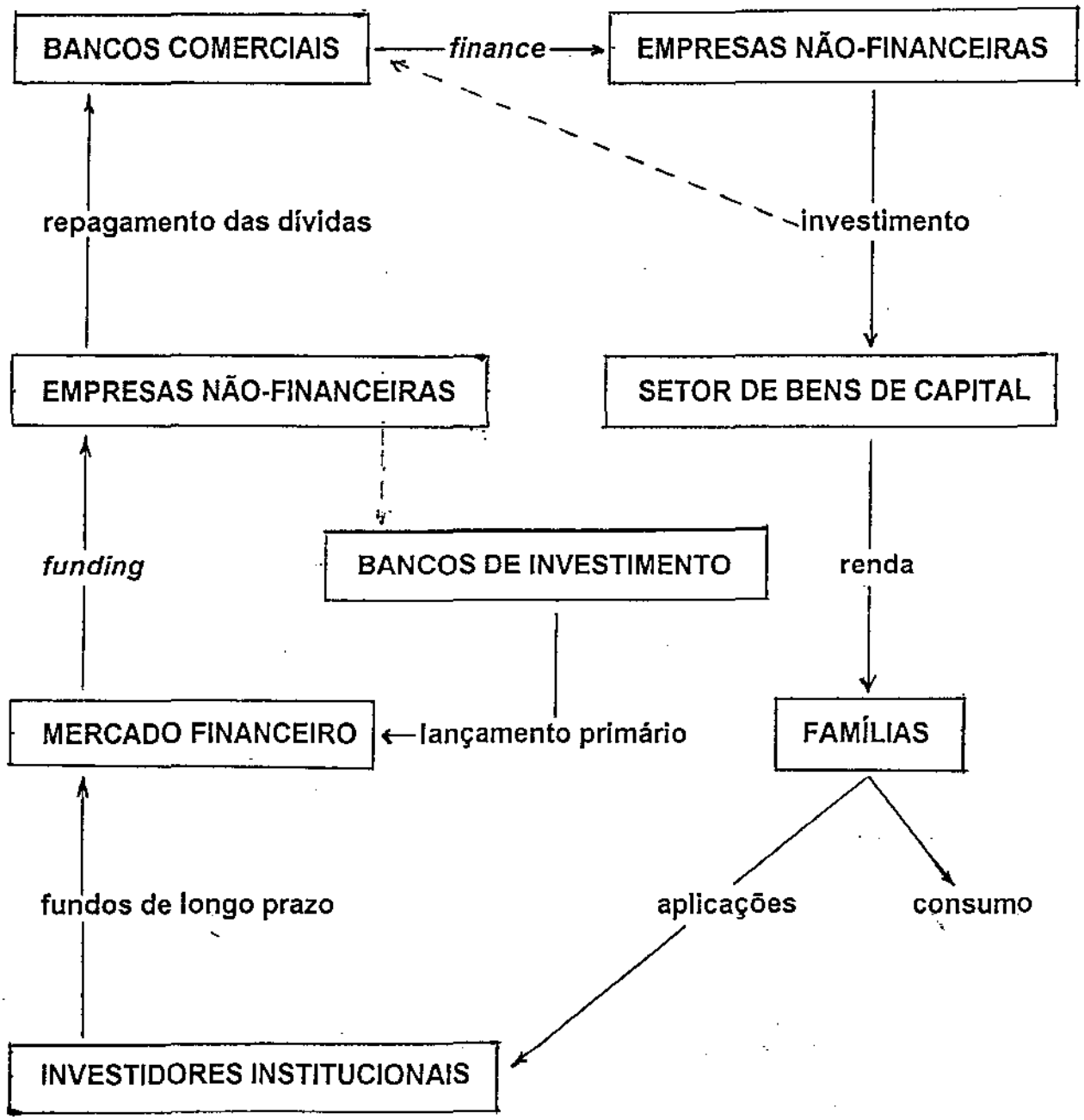
Pode ocorrer que as famílias decidam manter uma parte de sua renda sob forma líquida e que, em consequência, as empresas não estejam em condições de reembolsar completamente as dívidas aos bancos. Se isto ocorre, os empréstimos bancários que não são reembolsados não servirão a financiar mais nem o consumo nem os investimentos. O papel maior dos bancos será captar os encaixes líquidos que serão formados em alguma parte no mercado.

A terceira e última fase é a do **reembolso dos empréstimos**. A maior parte dos autores prefere pensar que são unicamente as *poupanças*, e não os *gastos de consumo*, que fornecem o *financiamento final*. O objetivo típico da empresa é quitar sua dívida com os banqueiros. O empresário, antes de decidir um investimento, pode se sentir tranquilo sob duas formas. Antes de tudo, obtendo *financiamentos a curto prazo* (*finance*), que sejam suficientes para o período de produção do investimento. Depois, sabendo que pode *consolidar suas dívidas de curto prazo* (*funding*) por meio de uma emissão de títulos a longo prazo, em condições satisfatórias. Por isto, o papel do *mercado de capitais* não é o de financiar os investimentos (que podem ser tão bem financiados pelos lucros retidos) mas sim o de tornar acessível às empresas, na medida mais completa possível, a "*poupança financeira*" (aplicações de longo prazo) das famílias, afim de reduzir seus endividamentos com os bancos (ver fluxograma).

Discutindo o caso particular de um estado estacionário, Keynes empregou o termo "fundo rotativo" para designar a liquidez (*finance*) que, sem interrupção, as empresas despejam sobre o *mercado de bens e serviços* e recuperam do *mercado de crédito*. Deve-se advertir que, mesmo se esses fundos rotativos pareçam funcionar de uma forma regular e automática, dependem sempre da vontade dos bancos em renovar os empréstimos. Daí o poder de influência exercido pelos bancos através de suas decisões referentes aos refinanciamentos.

O controle do financiamento (*finance*) é, de fato, como Keynes reconhece, um dos instrumentos mais poderosos, para regular a taxa de investimento, mesmo que às vezes perigoso, pois é mais possante quando é empregado como *freio* do que como *incentivo*. Isto não é mais do que, de uma maneira diferente, descrever

VISÃO ESQUEMÁTICA DO CIRCUITO *FINANCE-FUNDING*



o poder exercido pelos bancos através do controle da oferta de moeda, ou seja, através do controle da liquidez.

Boa parte da controvérsia a respeito do circúito *finance* - investimento - poupança - *funding*, tanto nos anos 1930's, entre Kalecki, Robertson, Keynes e Ohlin [267], quanto nos anos 1980's, entre Asimakopulos, Kregel e Davidson [268], deve-se à resistência mental em se abandonar totalmente os conceitos da *teoria dos fundos de empréstimos*, de origem neoclássica. Especificamente, **o conceito de "poupança" não possui nenhum papel indispensável numa teoria econômica dinâmica** [269].

A confusão conceitual inicia-se porque, em Keynes, parte-se do financiamento do investimento, mas, ao final do processo multiplicador da renda, é a poupança que financia o investimento. Como sugere Chick, "evidentemente, isto é estranho, uma vez que não se pode financiar algo, depois que isto já aconteceu, se antes de mais nada se precisa de fundos para poder fazer com que aconteça. É até mesmo mais estranho ainda para o leitor que foi convencido no Capítulo 3 [da *Teoria Geral*] de que a poupança e o investimento são idênticos na definição de Keynes. Consequentemente, um não pode financiar o outro" [270].

Somente em 1937, em resposta à crítica de Ohlin, Keynes apresenta o conceito de *finance*, que ajuda a esclarecer a questão, mas que, até o presente, a literatura econômica convencional não o absorveu adequadamente. É necessário entender bem todo o circuito.

A renda é um tipo de finança, pois - na média e em nível agregado - financia o consumo. Mas geralmente sobra algum dinheiro. Porém, a renda corrente não financia o investimento. Para isto, o investidor tem ou que vender seus ativos (principalmente ativos financeiros) ou obter financiamento externo. Por isso, o investimento é sensível aos juros.

No *fluxo circular da renda*, os gastos correntes são, em parte, financiados pela renda corrente, incorporada ao estoque líquido de riqueza. O dinheiro é então gerado por quem gasta, a nível macroeconômico. O problema - a nível microeconômico - é de quem deseja gastar mais do que ganha, para investir. Alguns investimentos podem ser financiados pelo fluxo de caixa corrente da empresa, resultante das vendas correntes, mas estas não constituem uma fonte

---

267 KALECKI, M. , KEYNES, J. M. & OHLIN, B.. Artigos de 1936/7. Clássicos de Literatura Econômica. RJ, IPEA-INPES, 1988. pp. 291-341.

268 ASIMAKOPULOS, A. Kalecki and Keynes on Finance, Investiment and Saving. Cambridge Journal of Economics. Vol. 7, 1983. pp. 221-233.
ASIMAKOPULOS, KREGEL e DAVIDSON. Finance, Liquidity, Saving and Investiment. Journal of Post Keynesian Economics. Vol. 9, n. 1, fall 1986. pp. 79-110.

269 COSTA, Fernando Nogueira da. A Controvérsia sobre as Relações entre Investimento, Poupança e Crédito. Ensaios de Economia Monetária. SP, Bienal-Educ, 1992. pp. 115-142.

270 CHICK, Victoria. Macroeconomia Após Keynes: Um Reexame da Teoria Geral. RJ, Forense Universitária, 1993. p. 192.

de financiamento suficiente para a economia como um todo. Os "fundos internos" são também constituídos pelo patrimônio em ativos acumulados a partir dos lucros previamente retidos, que não foram nem distribuídos nem gastos. Alguns autores, confundindo fluxo (de renda) com estoque (de riqueza líquida), enxergam as carteiras das empresas em termos de *saldos* de ativos financeiros como fossem compostas de suas "poupanças internas" (conceito ligado a *fluxo*).

As instituições financeiras - especialmente os bancos - são consideradas fontes fundamentais de fundos para as empresas e as depositárias de "aplicações financeiras" (ao invés de "poupança") dos agentes econômicos superavitários. São de importância crucial para a ruptura de Keynes com a *teoria dos fundos de empréstimos*. Esta era uma tentativa de preservar a tradição clássica de explicar o juros como fenômeno real, como prêmio pela "espera", que igualava as forças da parcimonia (poupança) e da ganância (investimento), embora adaptando essa teoria à economia creditícia.

Keynes, no entanto, mantinha a idéia de que as *decisões* de poupar e investir são tomadas por pessoas diferentes. Keynes queria com essa idéia diferenciar-se dos neoclássicos que argumentavam que a poupança era um pré-requesito do investimento, mas que fluia automaticamente para sua efetivação, pois os bancos, como meros intermediários passivos, cuidavam dessa canalização. O argumento keynesiano era que, quaisquer que fossem as intenções de poupadores e investidores, o investimento e a poupança seriam iguais *ex-post* (tal como as compras e as vendas são iguais), embora as grandezas planejadas *ex-ante* não fossem iguais, a não ser por acaso.

Em termos dos agregados macroeconômicos, o gasto em investimento resulta numa poupança equivalente por definição. **A *nível macroeconômico*, a poupança real não deriva de *decisões* individuais, pois é simplesmente um resíduo contábil entre o fluxo de renda e o fluxo de gastos em consumo, num período determinado**. A *poupança macroeconômica* é a diferença *ex-post* entre o fluxo de valor adicionado sob forma de renda e o fluxo agregado de gastos em bens de consumo, ou seja, não é objeto de decisões. A poupança *ex-ante* trata-se de um conceito dúbio: "decisões que não são tomadas", pois não se decide *não gastar*, mas sim *manter liquidez* e/ou *aplicar*. Se não se decide *gastar* a partir da renda - mas sim a partir do próprio estoque líquido de riqueza e/ou do crédito -, tampouco se decide *não gastar* a partir do fluxo de renda. O poder de compra não utilizado pelo gasto é, por definição, aplicado (inclusive sob forma de estoque de ativos monetários). É uma *decisão de portfolio*, portanto, sobre saldos ou estoques.

A lógica da escolha individual é diferente da lógica do comportamento agregado resultante; **para a macroeconomia, o conceito de *poupança microeconômica* não é fundamental**. Se capitalistas não podem decidir o que lucram, também não podem decidir *ex-ante* o que podem "poupar" (reter dos lucros), só podem decidir *ex-ante* o que investem com *capital próprio* (isto é,

lucros retidos aplicados no portfólio) e quanto pretendem tomar de empréstimos de *capital de terceiros*. Esta decisão de demandar crédito para investimento depende da avaliação do risco pelo devedor, pois o serviço da dívida será pago com o rendimento esperado e/ou com a liquidação de seus ativos, se não obtiver refinanciamento.

Ao reverter a ordenação causal implícita no esquema clássico (em que o volume de investimento efetivamente realizado é determinado pelo volume de poupanças) - pois o crédito cria a possibilidade de reversão -, Keynes consegue argumentar que a taxa de juros é determinada independentemente da poupança e do investimento, que são variáveis interdependentes. A taxa de juros não poderia ser a "retribuição pela renúncia ao consumo" (pela espera); ao invés disso, é a "retribuição pela renúncia à liquidez" - pela manutenção de ativos não monetários. Em Keynes, o juro é determinado pela preferência pela liquidez e pela oferta de moeda.

A teoria de Keynes admite que há fundos suficientes, disponíveis à dada taxa de juros, para sustentar todos os projetos de investimento cuja eficiência marginal do capital seja maior do que essa taxa de juros. Na verdade, Keynes jamais fala da elasticidade da oferta de fundos - ou de qualquer forma de financiamento - na *Teoria Geral*. Somente no curso do debate com seus críticos, em 1937, que introduz dois importantes conceitos: o motivo *finance* e o *funding*.

No motivo-finanças, Keynes reforça sua idéia de que **o investimento independe de poupança prévia; na realidade, implica numa demanda adicional por liquidez que pode ser suprida com a expansão da oferta de moeda creditícia**. Portanto, **o nível de investimento efetivo vai depender da disposição do sistema bancário sancioná-lo, criando crédito**. Dessa forma está no *Postulado da Sancionalidade* de uma Teoria Alternativa da Moeda.

Cintra resume bem a questão. "O investimento, suscitando um fluxo de poupança estritamente equivalente a seu montante *a posteriori*, não necessita de nenhum fundo prévio de poupança para ser realizado. Precisa, sim, de crédito. A expansão do crédito precede e é indispensável ao surgimento da própria poupança" [271].

Uma consideração dinâmica do sistema financeiro mostra que o *planejamento* do investimento depende crucialmente das expectativas de geração de lucros, mas sua *efetivação* depende do crédito. Se cai a taxa de investimento, há uma recomposição da estrutura dos ativos e menores lucros futuros. O maior peso relativo dos passivos revela aumento da *fragilidade financeira*, pois o serviço da dívida eleva-se em ritmo superior ao do rendimento esperado. O resultado é

---

[271] CINTRA, Marcos A. M.. Uma Visão Crítica da Teoria da Repressão Financeira. Campinas, Dissertação de Mestrado no IE-UNICAMP, 1993. p. 55.

que as empresas não-financeiras passam a ter dificuldades para saldar dívidas com sistema bancário.

As alternativas são: ou *repactuar dívidas*, pois com endividamento cai a relação entre capital próprio e capital de terceiros e aumenta o grau de fragilidade financeira; ou *promover recomposição patrimonial*, com subscrição de novas ações, entrada de novos sócios, etc.. A obtenção do *funding* está condicionada à propensão do público adquirir títulos financeiros de longo prazo ou ações, ao longo do processo de multiplicação da renda. É, portanto, uma aplicação da chamada *poupança financeira*, que convencionalmente corresponde à renda acumulada em estoque de saldos financeiros, representando poder de compra diferido.

Nada garante conversão automática das obrigações de curto prazo em dívidas de longo prazo. No processo de captar *funding*, as empresas não-financeiras negociam junto ao mercado de capitais, para mobilizar fundos de longo prazo necessários à consolidação financeira do investimento. Fazem lançamentos de títulos dívidas de longo prazo e de direitos de propriedade - p. ex., debêntures e ações colocadas junto a fundos de pensão, fundos de ações, etc.

Para diminuir os riscos, devido à instabilidade financeira, as empresas não-financeiras recorrem então ao mercado de capitais, onde há aplicação em ativos financeiros de longo prazo. Somente através dele pode-se atender a necessidade de *funding*, ou seja, transformação do estoque de dívidas herdado do passado em diversas formas de ativos financeiros de longo prazo.

Com ausência de consolidação financeira, os bancos reduzem a margem de segurança, pois cai a relação entre ativos líquidos e ativos ilíquidos. Os investidores são obrigados a rolar o passivo em longo prazo, até a maturação do investimento. Mas há um risco excessivo do refinanciamento a curto prazo, continuamente, pois podem variar a taxa de juros e as condições de crédito.

Como observa Studart, as instituições financeiras têm papel fundamental na acomodação de horizontes temporais contraditórios [272]. São problemas, portanto, de adiantamento de poder de comando - *finance* -, que depende do *mercado de crédito* ou da existência de sistema bancário desenvolvido, e compatibilização de estruturas ativas e passivas entre agentes deficitários e superavitários - *funding* -, que depende do *mercado de capitais* ou da existência de mercado organizado de ações. A não-existência de mecanismos de consolidação financeira reduz a capacidade de financiamento - o que força as empresas não-financeiras a recorrerem mais ao autofinanciamento. Caso este também não seja viabilizado, as

---

[272] STUDART, Rogério. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. Revista de Economia Política. Vol. 13, n. 1 (49), jan-mar / 1993. pp. 109-112.

decisões de gastos em investimento não terão continuidade, não sendo, portanto, *efetivadas*. A *não-sancionalidade* da demanda por moeda reverte as decisões.

Por fim, deve-se observar que, face às expectativas favoráveis, os empreendedores podem obter linhas de crédito para garantir suas necessidades de capital de giro, mesmo antes de sua capacidade produtiva expandida estar operando. Se as autoridades monetárias *sancionam* os empréstimos bancários de *finance*, ao observador casual, a expansão monetária pode aparecer como *causa* do investimento. Uma interpretação ingênua da *defasagem* pode sugerir "causalidade unidirecional", da moeda aos preços e produto. Esta interpretação negligencia o ímpeto causal residente nas ações preparatórias dos empresários. **Numa Teoria Alternativa da Moeda, o motivo *finance* para demanda por moeda supõe a prévia decisão de gasto em investimento**. A oferta efetiva de moeda bancária pode (ou *não*) *sancioná-la*, com os *efeitos* expansionistas ou contracionistas conhecidos.

4.6.4. Nível de Preços e Moeda-bancária: Causa e Efeito

Um tema recorrente na longa evolução da teoria monetária é a disputa se variações na oferta de moeda bancária têm *um papel causal* de influência em fenômenos econômicos ou se suas variações são *um efeito* da atividade econômica, superando os obstáculos da troca numa economia de produção interdependente. A visão da moeda como *causal* representa o legado da *Currency School*. Moeda, vista como *um efeito*, constitui o âmago da doutrina *real bills* do *Banking Principle*.

A capacidade do sistema bancário criar "títulos reais" [*real bills*], para financiar *acréscimos* nos fluxos de produção, é um elemento expansionista essencial na operação de uma economia monetária de produção com moeda não-neutra. Se os empreendedores não podem obter contratos adicionais de moeda bancária, quando, no agregado, desejam aumentar suas posições de capital de giro, para expansão do fluxo de produção - e a preferência pela liquidez do público está invariável -, então eles não serão capazes de pagar suas obrigações antes do produto adicional ser completado e vendido. Na ausência de criação adicional de moeda bancária, os empreendedores não estarão dispostos a assinar novos contratos de emprego - e o crescimento do emprego, a longo prazo, será obstruído, mesmo que a esperada demanda efetiva futura fosse suficiente para garantir expansão. "Nesta situação, moeda não é neutra - uma deficiência de moeda pode refrear a expansão do produto real!" [273].

Se, por outro lado, um empreendedor pode obter suficiente liquidez do sistema bancário, para financiar a expansão do capital de giro, então sua única (e

---

[273] DAVIDSON, Paul. Keynes and Money. In DAVIDSON, L. (ed.). The Collected Writings of Paul Davidson [CWPD]. Volume 1. London, Macmillan, 1990. cap. 26, p. 400.

não insignificante) preocupação é se ele pode vender o produto lucrativamente, em sua futura data de gestação. Desse modo, liquidará sua posição em capital de giro e assegurará sua capacidade de iniciar um novo ciclo de produção.

Contratos a prazo de longa duração são o meio de uma economia de livre mercado, num mundo incerto, construir sempre um controle institucional sobre preços e salários. Tais âncoras explícitas, via contratos monetários, para eventos futuros, são condições necessárias para encorajar empreendedores alavancarem as atividades econômicas, numa economia de mercado.

Os acréscimos de oferta de moeda embutidos nesse processo são de *real bills* porque é assumido que empréstimos de bancos comerciais são usados para financiar posições empresariais de capital de giro. Acréscimos nos depósitos bancários (moeda) são, portanto, associados com o financiamento do crescimento dos custos de produção referentes às necessidades dos empresários expandirem produto *real*. "Sob a doutrina *real bills*, a moeda bancária adicional, criada via expansão da atividade bancária de empréstimos, seria perseguição de bens adicionais; dessa forma, acréscimos na oferta de moeda nunca causariam inflação. (...) **Keynes foi um firme seguidor da doutrina *real bills***" [274]. Trata-se de um *argumento de autoridade*, para a tese aqui defendida a respeito da longa tradição de uma Teoria Alternativa da Moeda.

Infelizmente, como Davidson destaca, o mesmo sistema bancário que providencia um mecanismo para a expansão endógena da oferta de moeda satisfazer as necessidades das transações, normalmente não distingue entre acréscimos dos requerimentos empresariais para financiar maiores obrigações devido a (a) aumento de emprego (com dado salário-nominal), associado com alguma ampliação do fluxo de produção, e (b) maior pagamento monetário por unidade de esforço de trabalho (após ajuste por variações na produtividade do trabalho), isto é, maiores custos de mão-de-obra por unidade de produção. Consequentemente, **o sistema bancário que providencia uma quadro financeiro que facilita a transição a maiores fluxos de produção e emprego, é também capaz de suportar *passivamente* forças inflacionárias devido às demandas econômicas, sociais e políticas de vários grupos por maiores rendas nominais com o fim de obter, *ceteris paribus*, uma maior participação em algum fluxo de produto agregado.**

Em outras palavras, "qualquer estrutura financeira que é apropriadamente incumbida de prover uma oferta de moeda endógena sob a doutrina *real bills* é simultaneamente capaz de criação de um quadro permissivo para inflação de salários e/ou de margem de lucro. Qualquer saudável aparato bancário que satisfaz as necessidades do comércio pode ser subvertido para criar uma elástica moeda de *inflation bills* antes do que *real bills*, e qualquer política deliberada com intenção de restringir a capacidade do sistema bancário emitir *inflation bills* estará

---

[274] DAVIDSON; op. cit. (CWPD, 1990); pp. 400/1. (grifo meu, FNC).

por essa razão simultaneamente limitando essa capacidade de oferecer suficientes *real bills* para manter o pleno emprego" [275].

Keynes não negou que **o sistema bancário pode acomodar demandas inflacionárias**. Ele nunca perdeu o foco sobre as interrelações entre a oferta de moeda e a unidade de salário nominal ou, num contexto maior, o custo unitário inclusive importado. A análise monetária de Keynes conduziu-o à fundamental conclusão que salários nominais mais estáveis que salários reais é uma condição necessária para a estabilidade do sistema. Se há controle tanto sobre os rendimentos (via *política de rendas*) quanto sobre o sistema monetário (via *política monetária*), e se pode controlar a taxa de investimento, consegue-se estabilizar o poder de compra da moeda e o preço da força de trabalho. Porém, Keynes alerta também que, se há fortes forças políticas e sociais pressionando os salários, o controle do nível de preços passa além do poder do sistema bancário.

Na visão pós-keynesiana, se "a moeda importa", sua importância pode depender do nível dos salários nominais determinado (*exogenamente*) pelos contratos de trabalho, negociados em torno de uma "mesa-de-barganha" por representantes de trabalhadores e empresários. Para a estabilidade do nível de preços, é vão acreditar que salários nominais podem ser livremente flexíveis como simplesmente um preço entre vários. O nível do salário nominal, como um preço integrante praticamente de todas planilhas de custo e da maior parte da demanda dos consumidores, não pode ser deixado livre para mover sem que afete praticamente *todos* os preços, e então o emprego através da demanda por moeda. Para intérpretes simpatizantes, como Davidson e Weintraub, "esta visão da posição central da taxa de salário nominal foi, logicamente, o elemento essencial do ataque de Keynes à Lei de Say e à Velha Teoria Quantitativa da Moeda" [276].

Na verdade, não se justifica uma diferença entre níveis salariais e outros *preços fixados exogenamente*. O argumento que, quantitativamente, o custo salarial é muito mais significativo necessita de ser contextualizado. Variações de juros, câmbio e tributos (ou tarifas) também afetam direta e praticamente todos os custos. Da mesma forma que as dos salários, constituem *custos* e *rendimentos*, portanto, demanda. Há necessidade de apresentar uma *teoria de preços alternativa*. No próximo capítulo (final), mostra-se - brevemente - os esforços dirigidos nesse sentido.

---

275 DAVIDSON; op. cit. (CWPD, 1990); p. 402.

276 DAVIDSON; op. cit. (CWPD, 1990); cap. 9 (Money as Cause and Effect) p. 158.

APÊNDICE 1

ESCOLA DA REGULAÇÃO E SANCIONALIDADE DA MOEDA

Em sua *História da Análise Econômica,* ao examinar todas as correntes de pensamento econômico, Schumpeter destaca a importância da oposição entre *análise real* e *análise monetária* [277]. A primeira procede do princípio de que todos fenômenos essenciais da vida econômica são capazes de serem descritos em termos de bens e serviços, das decisões a respeito deles e das relações entre eles. A segunda introduz a moeda como um verdadeiro fundamento das estruturas analíticas e abandona a idéia de que todas as características essenciais da vida econômica podem ser representadas por um modelo de economia de troca com *moeda neutra.*

Na recuperação dos fundamentos de uma Teoria Alternativa da Moeda, ao longo de uma determinada trajetória do pensamento econômico, optou-se aqui claramente por uma *análise monetária* e não por uma *análise real* - que repousa sobre a exclusão da moeda e engloba, de fato, todas as teorias do valor e da distribuição. Neste sentido, não se teve a preocupação do exame detido sobre a contribuição da Escola Marxista à teoria monetária.

Reconhece-se que as considerações sobre a teoria monetária são de uma importância essencial para a análise marxista do funcionamento das economias de mercado produtoras de bens, e que elas são, neste sentido, indissoluvelmente ligadas à teoria do valor. Ao mesmo tempo, a teoria monetária de Marx, como Visser sublinha, se apresenta como uma construção frágil, difícil de compatibilizar com qualquer hipótese sobre as decisões microeconômicas da pluralidade dos capitais particulares [278]. Em outra oportunidade [279], já foi emitida opinião pessoal a respeito da teoria monetária marxista.

Entretanto, na organização dos postulados de uma Teoria Alternativa da Moeda, não se deve desconhecer a possível contribuição da chamada *Teoria da Regulação* da Escola Pós-marxista francesa (autores como Aglietta, De Vroey, Lipietz, Boyer, etc.), inclusive a de seguidores brasileiros, à elaboração do *Postulado da Sancionalidade.* Esclarece bastante o mecanismo de transmissão dos fatores monetários.

Os regulacionistas buscam elaborar e sistematizar elementos que contribuam para a consolidação de uma teoria da inflação enquanto fenômeno

---

277 SHUMPETER, Joseph A.. História da Análise Econômica. SP/RJ, Ed. Fundo de Cultura, 1964 (original de 1954). Vol. 3, p. 395.

278 VISSER, Hans. Marx on Money. in KING, J. E. (ed.). Marxian Economics (Schools of Thought in Economics 9). London, Edward Elgar, 1990.

279 COSTA, Fernando Nogueira da. O Valor da Moeda. Ensaios de Economia Monetária. SP, Bienal-Educ, 1992.

essencialmente monetário. Entretanto, nessa *teoria da regulação* com moeda creditícia, permanecem pontos de tangenciamento com as concepções quantitativistas. Nas próprias palavras de um pós-marxista, "não se trata aqui de qualquer aversão passional à ortodoxia monetarista. Ao contrário, à parte a sua prática política que é tristemente conservadora, o quantitativismo trouxe um aporte de conhecimento, principalmente a nível empírico, de valia indiscutível para o entendimento do processo inflacionário" [280]. Aqui absolutamente não se concorda com tal opinião benevolente a respeito da Teoria Quantitativa da Moeda.

Os termos das equações de inflação marxista e monetarista são aparentemente equivalentes: de um lado moeda e de outro produção real, ambas pertencendo ao campo da *análise real*. Interessa avançar além dessa semelhança aparente, captando o desenvolvimento a nível conceitual capaz de construir uma cadeia lógica que explique a evolução do nível geral dos preços como resultado do descompasso entre a expansão monetária e a geração de valor. Especialmente essa cadeia lógica é interessante para o *Postulado da Sancionalidade* da Teoria Alternativa da Moeda.

A escolha analítica crucial ocorre entre a *análise real* - ou seja, a teoria do valor - e a *análise monetária*. A pesquisa de uma síntese entre essas duas abordagens, longe de ser um ideal científico, seria bastante ilusória e se oporia mesmo ao aprofundamento de uma reflexão alternativa à teoria dominante, cuja abordagem monetária parece ser a única a oferecer uma expressão teórica acabada. Na opinião de Cartelier, existiria de fato uma correspondência estreita, quase obrigatória, entre a escolha teórica inicial e as interpretações subsequentes. A heterodoxia monetária daria uma representação mais frutífera da economia [281].

Essa Escola Pós-marxista, entretanto, tenta ultrapassar as limitações históricas e conceituais da "moeda mercadoria" do marxismo vulgar. Considera as definições político-institucionais da moeda creditícia, criada a partir de relações privadas, porém ganhando aceitação legal pela validação quase total que lhe dá o Estado. Essa modalidade de sancionamento da moeda creditícia que circula como um símbolo de valor, frequentemente dissociado do valor que representa ("trabalho abstrato socialmente necessário"), fornece aos regulacionistas o elemento crucial no entendimento do processo inflacionário.

"A compreensão da dinâmica inflacionária, vista enquanto fenômeno de descompasso entre o fluxo de signos monetários e o fluxo de produção real (fluxo de valor, i.e., de trabalho abstrato socialmente necessário), requer uma estrutura

---

280 CASTAN, Nelson. O conceito de moeda e processo inflacionário: a necessidade de uma revisão conceitual abrangente. Ensaios FEE. PA, 6 (2): 79-102, 1985.

281 CARTELIER, Jean. Théorie de la Valeur ou Hétérodoxie Monétaire: les Termes d'un Choix. Economie Appliquée. Tome XXXVIII, n. 1, 1985. p. 81.

teórica que mostre a necessidade de perdas sistemáticas de valor como processos permanentes no funcionamento do capitalismo" [282].

Em uma economia capitalista, o sucesso de qualquer negócio está na dependência da aceitação social do seu produto. A existência de demanda pelos valores de uso produzidos e a sua venda (realização) evidenciam a correção da decisão tomada *a priori* em alocar recursos e força de trabalho naquela esfera de produção. Esse aspecto da lei de valor, enquanto lei de movimento da distribuição do trabalho social, é crucial para o mecanismo de transmissão dos fatores monetários, na ótica pós-marxista.

O valor produzido pode ser realizado total ou parcialmente, conforme os *preços de mercado* estejam situados acima ou abaixo dos *preços de produção*. A não ocorrência da validação do trabalho social dispendido aparece sob forma de mercadorias em estoques inesperados e/ou de capacidade ociosa não planejada. Em ambas situações - valor já produzido, mas não realizado, e valor potencial não sendo gerado - uma massa de valor estará sendo perdida.

Nessa concepção de *análise real*, o sistema monetário é fundamentalmente o reflexo das condições objetivas que norteiam os processos de produção e circulação. Os contratos de financiamento são assinados na pressuposição de que o capital produtivo gerará as receitas necessárias para o pagamento das parcelas adiantadas, acrescidas de juros e outros encargos. Interessa localizar as formas de ajustamento entre os fluxos monetário e produtivo, nos circuitos de circulação da moeda creditícia. Essa moeda é criada com base na geração futura de valor, ou seja, a sua confirmação enquanto signo de valor está condicionada à efetivação do processo produtivo no qual foi alocada.

Na adequação entre os fluxos de valor e monetário, ocorre o que os regulacionistas definem como a *pseudovalidação da produção pela moeda*. Isto é, a continuidade na circulação da moeda creditícia, apesar do decréscimo relativo no *quantum* de valor daqueles empreendimentos que iniciaram seus circuitos de capital, utilizando quantias significativas dessa moeda. Afirmam que trata-se da "acomodação inflacionária" da crise de produção e/ou de realização de valor.

"Nesse processo, têm papel fundamental os vários mecanismos de quitação meramente contábil das dívidas, seja na forma de escalonamento de prazos, renegociação e repactuação de dívidas não pagas, transformação de empréstimos sem retorno de capital de risco, etc.. É claro que, implícita em todas essas opções de cancelamento de empréstimos incobráveis, está a capacidade dos bancos centrais de funcionar como emprestadores em última instância" [283].

Aí os regulacionistas parecem monetaristas, clamando contra "uma verdadeira doação de recursos sociais" nas operações de socorro das empresas

---

[282] CASTAN; op. cit.; p. 93.

[283] CASTAN; op. cit.; p. 99.

devedoras e suas bancadoras. Elas recebem uma sobrevida que, segundo a distribuição do trabalho social propugnada pela lei do valor, significa uma má alocação de recursos. Em outras palavras, a moeda creditícia perturba os preços e deturpa a lei do valor...

O valor da moeda, enquanto predominava a moeda mercadoria, era dado pelo tempo de trabalho socialmente necessário à sua produção. Desde que a moeda se desmaterializou, com a abolição do padrão-ouro, seu valor passou a ter outra determinação. Faria se apoia em Lipietz para definir um conceito capaz de quantificar a relação entre valor e preço, ao mesmo tempo em que estabelece o valor da moeda [284]. A taxa de salário depende da barganha no mercado de trabalho e a taxa de lucro é dada pela decisão das empresas sobre o *mark up*. Para que ocorra a correspondência entre trabalho vivo (valor) e rendimentos (preços) é preciso que essas taxas alcancem níveis de equilíbrio, isto é, que a interação dos agentes, que fixam as taxas de salário e de lucro, produza taxas de equilíbrio, para que os preços correspondam aos valores. Sempre que isso não ocorre, o valor da moeda muda.

"Toda mercadoria precisa ser socialmente validada através da troca por dinheiro. (...) A validação é a obediência à lei do valor, por parte do trabalho privado, ou seja, a quantidade de trabalho empregada corresponde às necessidades de coerência de um dado esquema de produção, isto é, as produções de cada indústria são consistentes com as relações intersetoriais e com o consumo final" [285].

Na vigência do padrão-ouro (*moeda mercadoria*), o ajustamento das divergências recorrentes entre os planos dos valores e dos preços é temporariamente diferido através de um *boom*, depois é eliminado através de um *crash*, onde as taxas de salário e de lucro se deterioram simultaneamente, ao mesmo tempo que cai o preço-ouro das mercadorias. Num contexto de predomínio de *moeda creditícia*, a oferta de moeda deve ser considerada como endógena. Ela apenas "adianta" a validação dos valores em processo, adiando o problema para o momento em que o crédito completa seu circuito, retornando remunerado ao banco.

Ocorre que, a partir desse poder de criar moeda via crédito, os bancos o extrapolam, financiando o que não é atividade produtiva no sentido de geradora de valor aceito socialmente. Toda criação de moeda é endógena, isto é, determinada pela demanda. No entanto, essa endogeneidade da moeda creditícia não quer dizer, automaticamente, que a emissão de crédito é bem fundada. Isto

---

[284] FARIA, Luiz Augusto. Moeda e inflação numa visão marxista contemporânea. Ensaios FEE. PA, 9 (2): 80-96, 1988.
LIPIETZ, Alain. Le Monde Enchanté de la Valeur à l'Envol Inflationniste. Paris, Maspero, 1983. Cap. 7.

[285] FARIA; op. cit.; p. 90.

vai depender do resultado dos negócios [286]. Mas o regime de moeda creditícia permite "diferir" a realização das perdas, que passam a ser financiadas por novos créditos.

A idéia desses autores pós-marxistas é que **a expansão monetária devida ao sistema bancário não é causa da inflação**, como propõe a Teoria Quantitativa da Moeda. Porém, **a oferta de moeda endógena é uma *condição permissiva* ou *sancionadora*.**

"A concessão de crédito corresponde à demanda de capital produtivo (que antecipa a plena valorização e a realização) e assim a circulação de moeda não mais funciona como 'variável controladora'. Ela torna-se *endógena* ao sistema econômico. Ela é limitada pelas estimativas dos bancos das oportunidade abertas para o uso do crédito por parte de seus clientes. Aumentos nas taxas de juros para desencorajar os empréstimos (por capitalistas ou consumidores) fazem pouco para limitar a criação da moeda" [287].

Lipietz utiliza o termo *validação ex-ante* para expressar a validação antecipada das mercadorias (antes das realizações das vendas) com a correspondente emissão de meios de circulação pelos bancos. Utiliza o termo *pseudo-validação* para aludir a transformação desses meios de circulação em meios de pagamento pelos bancos centrais. Finalmente, propõe um *divisor monetário*, que na prática é um índice daquela parte do valor *validada* ***ex-ante*** *pelos bancos privados*, que também é *pseudo-validada pelo banco central*. A contínua diminuição da magnitude deste *divisor* indicaria a crescente autonomia dos valores em processo dentro do *sistema de regulação monopolista*.

A *restrição monetária*, isto é, a necessidade de cada mercadoria passar pela validação social, através de uma troca por moeda, não pode ser eliminada de uma economia produtora de mercadorias. A *restrição* é meramente deslocada. A *regulação monopolista* implica que as mercadorias podem ser vendidas por preços determinados pela imposição de *mark up*, estabelecendo então o poder de compra da moeda "validadora".

A moeda creditícia antecipa a validação social, quando ainda é incerto o tempo de trabalho abstrato socialmente necessário ou aceito. Sancionando uma pseudo validação dos valores em processo - antes de irem ao mercado -, leva a muitas empresas que não produzem mais valores socialmente necessários a terem uma sobrevida artificial. A política monetária do banco central, não submetida à *restrição monetária*, muitas vezes sanciona a inflação, na medida em que a *validação ex-ante* se revela *pseudo validação*. Sem dúvida, percebe-se

---

286 VROEY, Michel de. Inflation a non-monetarist monetary interpretation, Cambridge Journal of Economics. 8 (4): 381-99, dec. 1984. p. 386.

287 LIPIETZ, Alain. Moeda crédito: uma condição que permite a crise inflacionária. Ensaios FEE. PA, 7 (2): 51-68, 1986. p. 63.

entre esses pós-marxistas uma certa nostalgia do *temps perdu*, em busca do antigo sistema de moeda, que era "boa como ouro"...

Até a abolição da convertibilidade da moeda, estava presente um tipo de *restrição monetária*. Posteriormente, "o mecanismo de pseudovalidação, sustentando a expansão do crédito, vai desfazer quase que totalmente a 'restrição monetária', ficando esta unicamente por conta das políticas do banco central. Dessa forma, a divergência já referida entre valor e preço poderá perdurar, na medida em que a expansão permissiva da massa de moeda vai sancionar os aumentos dos preços das mercadorias, motor da inflação" [288].

Com a eliminação do risco da realização mercantil, o risco do negócio capitalista deixa de existir no momento M -> D do processo de circulação. Com isso não se quer dizer que o risco desaparece. Para os regulacionistas, ele acaba sendo deslocado "para um momento posterior do processo de circulação, o do D -> M", quando o fluxo de renda gerado pela venda de mercadorias deve ser convertido em poder de compra, para fazer frente às necessidades de consumo (ou de reposição de estoques) do vendedor anterior. Com a inflação, esse fluxo de renda seria insuficiente. Os empresários tornariam a aumentar seus preços de venda porque o sistema de crédito o permitiria. Desse modo, a moeda creditícia sancionaria a inflação.

Boyer sintetiza a argumentação dessa tentativa de se elaborar uma teoria monetária, mas não monetarista, da inflação. "Na medida em que o crédito se desenvolve qualitativa e quantitativamente, as relações causais entre moeda e crédito modificam-se. Num puro sistema de *moeda de curso forçado*, o crédito vem prevalidar um conjunto de transações. Podemos então vislumbrar um perfil completamente diferente para o ciclo de negócios: na presença da produção excedentária, uma extensão da demanda de crédito pode ser o meio de adiar o ajustamento da produção ou de promover um crescimento da demanda. Por outro lado, a emissão monetária (em contrapartida à dívida pública) pode vir a garantir a pseudovalidação da produção excedentária. (...) Dessa forma, o fenômeno inflacionário penetra no centro do processo de acumulação: o aumento do conjunto dos preços nominais torna-se o meio de se completar o circuito econômico, desenvolvendo um endividamento permanente cujo montante cresce ao ritmo das dificuldades que a acumulação do capital produtivo acaba encontrando" [289].

A partir daí, Boyer salienta que os trabalhos sobre a regulação aproximam-se dos estudos de inspiração keynesiana sobre a *economia do endividamento*.

No desenvolvimento destes estudos, a grande contribuição é de Minsky, considerado "o teórico dos passivos". Os regulacionistas deveriam incorporar

---

288 FARIA, Luiz A. E.. A cruzada do cruzado: uma anotação sobre moeda, crédito e inflação. Ensaios FEE. PA, 7 (2): 149-158, 1986. p. 155.

289 BOYER, Robert. A Teoria da Regulação: Uma Análise Crítica. SP, Nobel, 1990. p. 118.

seus conceitos de *risco do credor* e *risco do devedor*, que justificam a mudança nas *condições do crédito*, face ao *grau de fragilidade financeira*. Revelariam, dessa forma, uma "regulação endógena" ao sistema de moeda creditícia. É necessária, porém, não é suficiente. Quando as autoridades monetárias tentam complementar a auto-regulação da moeda creditícia, *inovações financeiras* podem ultrapassar as regulamentações. Surgem "quase-moedas", na *economia de mercado de capitais*, que sancionam a estagflação.

A *Escola da Regulação* incorporou o Postulado da Endogeneidade e o da Sancionalidade da Moeda, na tradição de uma Teoria Alternativa da Moeda. Porém, viu neste último um *automatismo* de fato não existente. A *sancionalidade da moeda*, na *Escola Pós Keynesiana*, *oscila* de acordo com as circunstâncias do ciclo econômico, o grau de fragilidade financeira predominante entre os múltiplos agentes econômicos, a solidez das instituições financeiras, e os próprios instrumentos de política econômica utilizados. A resultante de todas essas forças, como é de se esperar, é *incerta*. Trata-se então de, a partir dos fundamentos de uma Teoria Alternativa da Moeda, fazer uma análise concreta de implicações práticas.

APÊNDICE 2

ABORDAGEM NOVOCLÁSSICA E

SOBREVIVÊNCIA DA TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA CLÁSSICA

A idéia básica do **modelo de equilíbrio geral** é que, aos preços apropriados, as quantidades totais demandadas são iguais às quantidades totais ofertadas. Não há negociações com "falsos preços". Os preços sustentáveis de equilíbrio são descobertos via mercado, que é o meio prático de resolver o sistema de intenções condicionais dos participantes. O **equilíbrio** é a compatibilização mútua dos planos individualizados. O mercado opera de maneira idealizada pelos *tâtonnements* de Walras e *recontratos* de Edgeworth. Num processo de tateio sequencial recorrente, as reconciliações de ações se dá através de mecanismo de contratações virtuais sucessivas. A figura metafórica do "leiloeiro walrasiano" possui o papel de promover o reajuste de preços relativos com base nos contratos virtuais.

A escolha da ação por parte de cada agente econômico deve ser baseada em conhecimento adequado. O papel do mecanismo de equilíbrio produz o resultado paradoxal de escolhas simultâneas baseadas em conhecimento mútuo das decisões dos concorrentes. Se as informações são assimétricas, surgem desequilíbrios. Para a noção de equilíbrio, as ações têm de ser consistentes e sistemáticas. Só assim produzem aprendizagem. As *repetições* distinguem-se das *contingências* que, por não se repetirem, não são teorizáveis.

A hipótese do modelo de equilíbrio é que os resultados observados correspondem ao que os agentes planejaram fazer, sem receberem comando, tomando decisões descentralizadas e/ou descoordenadas. O **equilíbrio** é uma situação idealizada em que os agentes têm confirmadas suas expectativas, revelando a consistência de cada indivíduo com seu contexto, tanto com seus recursos quanto com outros agentes. Para os neo-walrasianos, as informações dadas pelo contexto são divulgadas via "vetor preços". O **modelo de equilíbrio geral**, através de variações dos preços relativos, iguala a demanda à oferta em todos os mercados, resolvendo o problema de coordenação, em economias descentralizadas, via livre mercado.

A evolução histórica recente da Teoria Quantitativa da Moeda teve como suporte as hipóteses do **modelo neoclássico walrasiano**. Amadeo as sintetiza corretamente [290]:

---

[290] AMADEO SWAELEN, Edward. Desemprego, Salários e Preços: um estudo comparativo de Keynes e o pensamento macroeconômico da década de 1970. RJ, VI Prêmio BNDES, 1982.

1) **os agentes econômicos maximizam suas funções de utilidade e lucro, isto é, agem racionalmente** - as firmas igualam o salário à produtividade marginal do trabalho, os trabalhadores igualam-no à desutilidade marginal do trabalho, outros agentes agem segundo os postulados de otimização das curvas de utilidade;

2) **os mercados ajustam-se via preços** (*market clear*) - os preços são flexíveis e agem como variáveis de ajuste para movimentos da oferta e/ou demanda;

3) **todos os agentes têm informação perfeita e jamais se enganam** - todos conhecem, sem custos e perfeitamente, variações dos preços relativos.

Nestas circunstâncias, nenhum recurso estará involuntariamente ocioso, todo agente estará na melhor posição possível. O estoque de moeda serve apenas para monetizar as transações que correspondem ao nível de pleno emprego. Se a quantidade de moeda crescer mais rápido que o produto, vale a Teoria Quantitativa da Moeda: o *nível geral de preços* crescerá. A expansão monetária é neutra: não atinge nem os *preços relativos*, nem a taxa de crescimento do produto.

A novidade, tanto no modelo monetarista quanto no novo-clássico, é a terceira hipótese, a respeito do tipo e grau de informação de que se pode dispor e do modo como se formam expectativas quanto ao futuro.

No **modelo monetarista** - com "expectativa racional com hipótese fraca", ou melhor, *expectativa adaptativa* -, apenas as duas primeiras hipóteses do modelo de equilíbrio geral walrasiano vigoram. Os agentes *não* conhecem o "modelo relevante", o que possibilita enganos quanto ao futuro. Nem todos têm a mesma expectativa: pode haver expectativas "erradas". Com imperfeições no sistema de informações, os agentes confundem variações de *preços relativos* com as do *nível geral de preços*, o que retarda o ajuste.

Amadeo resume a argumentação de Friedman. "Existe uma taxa de desemprego natural, determinada a partir do equilíbrio no mercado de trabalho. O nível de emprego natural corresponde ao pleno emprego a menos de fricções no mercado de trabalho derivadas, principalmente, de informações imperfeitas. A demanda de trabalho das firmas é dada pela igualação do salário real à produtividade marginal do trabalho. Os trabalhadores igualam o salário real *esperado* à desutilidade marginal do trabalho. As hipóteses fundamentais deste modelo são que os preços ajustam-se instantaneamente a variações de oferta e/ou demanda e que, se os trabalhadores percebem uma redução do salário real, imediatamente reduzem a oferta de trabalho. Estes dois movimento de ajuste garantem o restabelecimento do equilíbrio, ou seja, da taxa de desemprego natural. Se há um aumento da demanda agregada estando a economia inicialmente em equilíbrio, o efeito imediato é a elevação dos preços.

As firmas percebem isto instantaneamente e aumentam a demanda de trabalho. Por hipótese, os trabalhadores não percebem a redução do salário real e, iludidos pelo crescimento do salário nominal, aumentam a oferta de emprego. Tão logo percebam o crescimento dos preços, *desempregam-se voluntariamente*" [291].

Portanto, "variações na demanda agregada são absorvidas no longo prazo (isto é, dado o tempo necessário para que os agentes se informem perfeitamente) por variações no nível de preços. No curto prazo, algum impacto pode haver sobre o nível de emprego e produto real" [292].

A chamada **escola novo-clássica** se assenta sobre três pilares:

1) **mercado em equilíbrio**: a posição mais eficaz opera em sua taxa natural, pois os agentes fazem o que querem (ou o que os convém): é a posição *desejada*, mas **não permanente**;

2) **monetarismo**: hipótese de que os agentes usam este *modo de raciocinar*, implícito no *modelo relevante* da economia;

3) **expectativas racionais**: hipótese de que há uma conduta otimizadora por parte dos agentes, que segue um *elemento estrutural*, sistemático, esperado pela teoria, mas não pode prever um *elemento aleatório* que produz "ruídos", no canal de comunicação das informações estruturais, indutores de erros, só superados posteriormente, caso o evento se repita.

A **expectativa racional** não é equivalente à previsão perfeita, significa simplesmente que o agente não erra sistematicamente. Pode haver perdas *aleatórias* no mercado, mas não *sistemáticas*. No modelo de **expectativas adaptativas**, o futuro é visto como extrapolação do passado, as decisões são tomadas com base na experiência e não como impulso inovador, cuja impetuosidade foge do comportamento convencional. As **expectativas racionais** se formam tendo em conta toda a informação relevante disponível, no momento da decisão, olhando-se "para frente" (futuro) e "em volta" (informação contemporânea), mais do que "para trás" (passado). A informação tem custo, não é gratúita: por que então desprezar informações correntes?

Na "*versão fraca*", se permanece agindo do mesmo modo que no passado; na "*versão forte*", há a suposição de que os agentes têm uma teoria para previsão que leva ao acerto, ou seja, uma distribuição subjetiva de probabilidades próxima à realidade dos comportamentos observados. A *repetitividade* é um mecanismo de aprendizado, referência para expectativa racional.

---

291 idem; ibidem; pp. 119/120.

292 id.; ibid.; p. 121.

O fracasso da previsão de alcance de meta de política econômica ocorre em função da *adaptação criativa*. Não se manipula o público, que *age e reage*. Os comportamentos inesperados mudam contextos institucionais e parâmetros. O que ocorreu no passado não garante que ocorrerá o mesmo no futuro: não há regularidade que garanta determinação histórica.

O agente *especulador* é um *inovador* que diverge, antecipa posições, busca vantagem competitiva, possui uma tendência à "desigualação". Age com base em impulsos divergentes, buscando diferenças que propiciam "quase-renda" não normal, pela sua capacidade de inovação.

Discorda-se do novoclassicismo na medida em que o comportamento racional não é único, ou seja, não existe uma única racionalidade. Um mundo econômico sob inovações é não estacionário, impossibilita cálculos de probabilidade. Os eventos não podem ser representados, dentro de uma certa margem de erro, por uma função de probabilidade, porque o espaço amostral varia ao longo do tempo. Ao contrário do que os autores neoclássicos sugerem, as funções de distribuição de probabilidades - *objetivas* no mercado e *subjetivas* dos agentes - não convergem. Os agentes não aprendem, num sentido crescente, de maneira a convergirem.

Quando o mercado é visto como *um jogo não cooperativo*, onde cada participante desconhece as decisões dos demais, não há como assegurar a convergência para um equilíbrio. O sistema de mercado não tem como sincronizar as decisões da pluralidade dos agentes. Cada qual se dedica ao exercício de adivinhar o que seus concorrentes pensam, ou seja, busca sintonizar suas expectativas com as dos demais, na medida que as estratégias dos adversários pertençam a um campo conjecturável. A questão se coloca a respeito da possibilidade de cada agente econômico descobrir o que os outros pensam, ou melhor, sobre o grau de confiança de cada agente em extrapolar suas próprias opiniões para a coletividade. O *problema de interdependência estratégica* trata da *interação* - ação mútua entre os agentes - em confronto com a *iteração* - ato de iterar ou repetir sequência de operações, em que o objeto de cada qual é o resultado da precedente. Economia não é um laboratório com condições do contexto controladas, em que vigora o *princípio da indução* - se uma experiência leva ao mesmo resultado num grande número de vezes, é provável que o resultado voltará a se repetir sempre que a experiência ocorrer.

Essas colocações são críticas à **visão novo-clássica a respeito da influência da política monetária na evolução cíclica**. Nesta ótica, o ciclo econômico é visto como uma sucessão de equilíbrios devido à informação flutuante. A diferenciação da velocidade de circulação de informações por agente leva à defasagem de recepção, ou seja, informação incompleta. Ligando ciclo à temporalidade da circulação de informações, não há possibilidade de *ciclo longo*, pois é implausível que, neste período, a informação não se socialize.

O "desvio" cíclico revela que a evolução cíclica real é vista como afastamento da trajetória estrutural natural por um *comportamento cíclico* que ocorre quando agentes verificam que *preços correntes* estão distintos dos *preços esperados*. Tendem a interpretar a dispersão como variações de *preços relativos* e não como alteração absoluta do *nível geral de preços*. O agente, induzido a pensar que algo aconteceu em seu mercado e não em outros, toma decisão de produção, em função da aparente alta relativa de seus preços. No entanto, os preços relativos são os mesmos, se as preferências dos consumidores não se modificam. Assim, a lucratividade não se altera.

O erro de previsão do *nível geral de preços* é comumente ilustrada com a chamada "história das ilhas". Empresas e trabalhadores operam numa série de ilhas, entre as quais a comunicação não é perfeita: agentes percebem apenas aumento do preço do produto gerado em sua própria ilha e não aumento do nível de todos os preços no arquipélago. Lucas generaliza a idéia de Friedman - enquanto os empresários precisam conhecer apenas os preços de seus produtos e os salários que pagam, os trabalhadores não dispõem de modelo com relação entre o nível *local* e o nível *geral* dos preços para determinar seu salário real -, que está restrita ao mercado de trabalho e à "ilusão monetária" dos trabalhadores, para todos os mercados e os agentes da economia.

A presença da *ilusão monetária* é invocada pelos monetaristas, para ter em conta a não-neutralidade da moeda a curto prazo. No entanto, os novoclássicos reagem, argumentando que a ilusão monetária contradiz o paradigma de maximização da teoria microeconômica, constituindo numa explicação simplista para fenômeno que não cabe no modelo de equilíbrio geral. Um comportamento "irracional" nesse modelo seria uma resposta racional a um problema de coordenação sistêmica.

As condutas não racionais de alguns criariam oportunidade de benefício de mercado para outros. No entanto, a especulação e a arbitragem levariam a um rápido equilíbrio não cíclico, se as flutuações fossem recorrentes e sistemáticas. Haveria revisão de expectativas cada vez que chegasse nova informação relevante. Dispor de informação adicional permitiria melhorar predição futura. Bastaria uma minoria dispor, que os "serviços de predição dos economistas" (os modelos dos "leiloeiros-econometristas") socializariam o conhecimento...

Assim, qualquer *expectativa* de expansão monetária produziria aumento de preços *efetivo* **ainda antes** de que tenha aumentado realmente a massa monetária. Com expectativas racionais extremas e perfeito conhecimento, variações de preços serão instantâneas. Há, portanto, necessidade de distinguir entre expansão monetária *esperada*, que produz *efeito preço* (*nominal*), e *inesperada*, que traz *efeito produção* (*real*).

O êxito da política monetária anti-cíclica depende de ou o governo tomar de "surpresa" e "enganar" os cidadãos, ou - o que é o mesmo - estes carecerem da informação necessária. A informação superior da autoridade monetária sobre a estrutura econômica ou sobre sua própria regra de política econômica, em relação ao público, lhe dá "vantagem de informação". Pode, assim, "surpreender" aos agentes econômicos com contratos de longo prazo firmados e obter resultados transitórios, com efeitos de curto prazo sobre a produção e o emprego.

Com esta argumentação fica clara a inefetividade da política monetária *sistemática*, pois pode ser neutralizada. Somente a flutuação monetária *não antecipada*, com um elemento errático e/ou aleatório, "surpreende", produzindo *efeitos reais*. A moeda é *não-neutra*, quando sua oferta não é controlada sistematicamente. Nestas circunstâncias, a "versão forte" do monetarismo II enfraquece: os novoclássicos aproximam-se do uso do conceito de *ilusão monetária* como uma violação do "postulado da homogeneidade das informações", em que há uma reação ao *potencialmente observável* distinta da reação à *percepção defasada*. Para um economista **novo-clássico** - uma reapresentação moderna de um **monetarista** -, qualquer regra de política econômica é boa se é anunciada e conhecida do público, sistemática, mantida persistentemente, pois assim não tem *efeito real*...

A idéia central - a velha idéia da Teoria Quantitativa da Moeda - é que a economia já tem definida pelo mercado sua posição ótima desejada. Em equilíbrio, só possui uma taxa natural de desemprego voluntário. A política monetária discricionária ou é *a favor* disso e é então *inócua*, ou é *contra* e torna-se *ineficaz* ou *desestabilizadora*.

A abordagem novoclássica não se saiu muito bem em explicar o importante papel da moeda nas flutuações econômicas. Contudo, deve-se reconhecer que algumas autoridades nessa corrente de pensamento já avaliam-na criticamente. É o caso de Barro[293]. Em suas próprias palavras, "a explicação para as principais *não-neutralidades da moeda de curto prazo* foi uma prioridade mal colocada para a abordagem novo-clássica. Alguma evidência empírica dá suporte a esta conclusão; por exemplo, a observação de que a correlação da atividade econômica real com agregados monetários amplos é maior do que a correlação com a base monetária ou o nível de preços, ou a descoberta de que os efeitos reais da quantidade de moeda são fracos desde que o comportamento das taxas de juros nominais seja mantido constante. Esses resultados sugerem que **respostas endógenas da moeda** - parcialmente devido ao comportamento do *policymakers* e parcialmente ao funcionamento do sistema financeiro - **podem explicar a maioria das correlações entre a moeda e a atividade econômica**". Implicitamente,

---

[293] BARRO, Robert J.. Novos-clássicos e Keynesianos, ou os Mocinhos e os Bandidos. Literatura Econômica. RJ, ANPEC-IPEA, Número Especial - junho de 1992. p. 6.

reconhece a validade do Postulado da Endogeneidade de uma Teoria Alternativa da Moeda.

CAPÍTULO 5

CONCLUSÃO: POSTULADOS DE UMA TEORIA ALTERNATIVA DA MOEDA [294]

"Moeda é uma instituição. Como a Igreja, o Estado, o casamento. Ninguém diz que uma instituição faliu porque existe uma 'quantidade excessiva' de instituição. O casamento está em crise, mas não porque existem muitos casamentos. Mesma coisa para a moeda: está em crise, mas não porque existe muita moeda ou porque o Banco Central não é independente, ou por causa do déficit público. Infelizmente, o problema não é tão simples. Instituição não depende de quantidade" (SAYAD. FSP, 23/12/91).

5.1. INTRODUÇÃO

A *hipotese* inicial desta pesquisa teórica foi a respeito da possibilidade de elaborar postulados de uma Teoria Alternativa da Moeda, lógica e consistente, a partir das críticas às premissas da Teoria Quantitativa da Moeda, realizadas ao longo de um determinado percurso conceitual da história do pensamento econômico. Este percurso saiu da *Escola Bancária* (Thornton, Tooke, Mill, etc.), passando pela *Escola Sueca* (Wicksell, Myrdal, Lindahl, etc.) e atingindo a *Escola Pós-keynesiana* (Shackle, Hicks, Kaldor, Davidson, Minsky, Moore, etc.).

Depois de recuperar toda essa trajetória do pensamento econômico, pretende-se, neste capítulo final, expor, articuladamente, *os postulados fundamentais de uma Teoria Alternativa da Moeda* - postulados da instabilidade da velocidade, da sancionalidade, da não-neutralidade, da endogeneidade da moeda, da fixação dos preços -, a partir de proposições evidentes e aceitas pelos autores estudados. À guisa de conclusão, será realizado um esforço de *síntese* de toda a reflexão.

5.2. POSTULADO DA INSTABILIDADE DA VELOCIDADE

Este postulado contesta a Teoria Quantitativa da Moeda que "erroneamente assume a estabilidade na velocidade e em sua contrapartida, a demanda por moeda. De fato, a velocidade é volátil, variável imprevisível, influenciada por

---

[294] Edição revista e ampliada de: COSTA, Fernando Nogueira da. Postulados de Uma Teoria Alternativa da Moeda. Ensaios FEE. Porto Alegre, (15) 1: 62-79, 1994.

expectativas, incerteza e variações no volume de ativos *substitutos da moeda*" [295]. É afetada por mudanças institucionais ou nos comportamentos habituais dos agentes.

O comportamento errático da velocidade torna impossível prever o efeito que uma dada variação monetária terá sobre os preços, *ou vice-versa*, podendo ocorrer variações nos preços sem que ocorram na quantidade de moeda. Variações na velocidade de circulação da moeda - provocadas no curto prazo por variações na taxa de juros e no longo prazo por inovações financeiras - podem atenuar ou acentuar o impacto no *sancionamento* de determinado nível de preços por um dado estoque monetário.

Os fatores que afetam a demanda por dinheiro, interdependente com a oferta de moeda, são também determinantes da sua contrapartida: a velocidade da moeda. Esta não é meramente dependente das condições técnicas e dos hábitos comportamentais - como propõe a teoria quantitativa -, não sendo vista, por uma Teoria Alternativa da Moeda, como uma constante exógena, somente com possibilidade de mudança secular. A velocidade pode variar na medida em que seus determinantes expectacionais são instáveis, inclusive no curto prazo.

A *rapidez de circulação* de cada um dos diferentes componentes do meio circulante depende essencialmente de sua natureza e do estado de confiança, que varia segundo as épocas. A questão se relaciona essencialmente a um problema de custo de oportunidade, face a previsões. Esta característica, aplicada aos diferentes meios circulantes, fornece observações diferentes, em função de grau de confiança no emissor do título, perda de juros no caso de encaixe (ou de aplicação precoce), situação "alarmante", risco inerente, etc.. A quantidade de meio circulante não é uma proporção fixa ou estável do conjunto de pagamentos efetuados durante um período dado. Esta questão se coloca a propósito da *proporcionalidade dos preços*, postulada pela teoria quantitativa.

Um bom estado de confiança incita os agentes econômicos pelo menos a se prevenirem contra o imprevisto. Quando, pelo contrário, advem-se um período de desconfiança, a prudência sugere que a perda dos juros resultante da detenção de títulos, durante alguns dias, pode ser negligenciada.

A expressão *rapidez de circulação* considera claramente essas oscilações entre os chamados encaixes de *transação* (circulação ativa da moeda) e de *precaução* ou *especulação* (retenção ociosa da moeda). O encaixe transacional é **a priori** função dos pagamentos correntes. A moeda utilizada para transações é uma variável passiva que se ajusta ao nível do produto e dos preços (como *sancionadora de decisões*), não sofrendo influência direta dos juros. Os outros

---

[295] HUMPHREY, T. H.. The Quantity Theory of Money: Its Historical Evolution and Role in Policy Debates. in CHRYSTAL (ed.). Monetarism I. London, Edward Elgar, 1990. **apud** COSTA, Fernando Nogueira da. Introdução e Tradução. Texto Didático de Economia Monetária. Campinas, IE-UNICAMP, 1992. p. 47.

encaixes dependem da taxa de juros e do estado de confiança. Quando a atividade econômica prospera, a preferência pela liquidez diminui, mas num período de "alarme" ela aumenta fortemente e torna-se insensível ao custo de oportunidade, consequentemente, à taxa de juros. Os saldos precaucionários são afetados, no curto prazo, pelo grau de desconfiança na atividade dos negócios .

A demanda por saldos não acompanha, na mesma proporção, às variações no nível de preços. Há duas linhas explicativas, para esse fenômeno. Pela primeira, *para evitar perdas*, surge o desejo de dividir riscos e não ficar com um meio circulante se depreciando. Na segunda, *para buscar lucros*, há o desejo de trocar moeda por mercadorias com o objetivo de beneficiar-se de um crescimento de preços mais tarde.

Não se pode afirmar que os economistas do século passado consideravam a velocidade como constante. A ênfase deles na variabilidade da velocidade de circulação da moeda como função da situação econômica geral revela que o reconhecimento dessa evidência não é mérito inédito da análise econômica keynesiana [296].

A proposição de que o montante do meio circulante que está sendo retido varia amplamente, a curto prazo, equivale a renunciar à Teoria Quantitativa da Moeda, no sentido mais estrito de que a elevação do nível geral dos preços é necessariamente determinada pela expansão monetária. O público escolhe ou "elege" a manutenção de saldos de dinheiro "em caixa". As decisões individuais atrás do comportamento do público, quanto à retenção de saldos líquidos, sugerem a análise dos motivos que estimulam a demanda por dinheiro. A explicação do *encaixe desejado* depende de hipóteses referentes à atitude do público.

Há os *motivos especulativo* e *precaucional*, além do *transacional*, para reter moeda. O motivo especulativo vê moeda e títulos como ativos alternativos, com a posse de títulos sendo dependente de suas taxas de juros. "Esta introdução da taxa de juros na demanda por moeda, onde predominava a variável *transacional* sugerida pela teoria quantitativa, é o principal legado empírico de Keynes. Uma vez que a taxa de juros é introduzida, não há pressuposição de que a velocidade será constante de período a período" [297].

Numa situação de *armadilha de liquidez,* quando a taxa de juros está no nível esperado mais baixo, aumenta a demanda por saldos ociosos, ou seja, a demanda por moeda por motivo especulativo, pois se espera que a taxa de juros suba. A velocidade de circulação da moeda é também baixa, reajustando-se passivamente às variações da oferta de moeda. Quando a preferência pela

---

296 SCHUMPETER, Joseph A.. História da Análise Econômica. RJ, Ed. Fundo de Cultura, 1964 (original de 1954). Vol. 3, p. 404.

297 GOLDFELD, Stephen M.. Demand for Money: Empirical Studies. EATWELL, MILGATE & NEWMAN (ed.). The New Palgrave: Money. London, Macmillan, 1987. p. 132.

liquidez não é absoluta, a velocidade de circulação da moeda modifica-se de modo correlacionado com a taxa de juros. Numa *estagflação*, enquanto o nível de atividades cai, o nível geral dos preços cresce, diminui a demanda por saldos ociosos, elevando-se - em conjunto com a taxa de juros - a velocidade de circulação da moeda. Uma queda na oferta de moeda acomoda a menor solicitação monetária, devido à condição estagnada da produção.

A idéia que *inovações financeiras* contribuem para a instabilidade da demanda por moeda surge de observações empíricas do comportamento errante dessa demanda entre novos produtos financeiros e depósitos transferíveis por cheques, principalmente devido às técnicas empresariais de administração de caixa disponível. Alteram a natureza do processo transacional e permitem às firmas economizarem a necessidade de saldos transacionais. Estes aperfeiçoamentos, estimulados tanto por inovações tecnológicas externas (p. ex., em telecomunicação e informatização) quanto por decisões internas às firmas, devem-se aos elevados custos de oportunidades da posse de disponibilidades. O processo é induzido pela pressão do crescimento da taxa de juros. Obviamente, a consideração explícita das inovações financeiras é uma especificação econométrica extremamente difícil, à qual os modelos do *mainstream* renunciam.

Finalmente, é importante frisar que a velocidade de circulação da moeda relaciona-se com a *volição* - ato pelo qual a *vontade* determina a causa última da demanda por moeda -, ao invés de com algo que parece à primeira vista *acidental e arbitrário* como um mero cálculo aritmético sem conteúdo econômico. Focalizando a volição na demanda por moeda e não enfatizando os aspectos mecânicos do fluxo circular da moeda, a abordagem na tradição de uma Teoria Alternativa da Moeda supera a da Teoria Quantitativa.

5.3. POSTULADO DA SANCIONALIDADE

Os defensores da doutrina do *real bills*, no século XIX, apontaram que "o canal de influência vai em direção oposta à causalidade da Teoria Quantitativa da Moeda. Por sua argumentação, renda e preços determinam a demanda por moeda, a qual, em compensação, determina a oferta de moeda. Desde que a oferta monetária é o *resultado* e não a *causa* das variações no gasto, renda e preços, segue-se que as variações monetárias não podem ser a fonte de inflação, deflação ou outro distúrbio econômico. Por isso, a interpretação dos teóricos quantitativistas a respeito de inflação, desequilíbrio do balanço de pagamentos e ciclo de negócios estaria errada. As fontes das rupturas econômicas estariam em causas *reais* (*não monetárias*)" [298].

A doutrina do *real bills* afirma que os passivos em depósitos nunca são excessivos se bancos restringem seus ativos remunerados aos *títulos reais* -

[298] HUMPHREY; op. cit.; p. 47/8.

títulos de dívida direta sacados de um credor para um devedor com valor em processo de criação, tendo garantias reais da produção, do consumo ou do patrimônio. O desconto de títulos genuinos comporta em si sua própria limitação. Além disso, faz com que o meio circulante expanda e contraia, *elasticamente*, na medida em que a produção e o comércio expanda ou se contraia. Se um banco se limita a este tipo de negócios, não pode, realmente, elevar seus empréstimos por conta própria, porque as mercadorias precisam primeiramente ser *produzidas* e *vendidas*. Também os empréstimos por descontos de títulos comerciais não elevam os *preços já estabelecidos*.

Essa doutrina duvida do *sentido da causalidade*, apontado pelos teóricos quantitativistas, na explicação do valor do dinheiro. Para ela, a alta dos preços deve ser considerada como a *causa* e o crescimento da oferta de moeda como o *efeito*.

A "contra-teoria quantitativa da moeda", portanto, tem a visão que o controle monetário - geral e não seletivo - não é um instrumento poderoso para estabilizar preços. Isto porque a oferta da moeda depende do fluxo de gasto monetário e, então, é um *resultado* e não a *causa* das variações dos preços. Essencialmente, essa teoria é a seguinte: uma vez que, de um lado, as mercadorias podem ser compradas sem o uso da própria moeda (definida estritamente), através do crédito, e, de outro lado, a moeda não precisa tornar-se toda ativa (caso seja entesourada realmente é inexistente no que concerne à ação direta sobre os preços), o estoque monetário nominal total, sobre o qual a Teoria Quantitativa da Moeda raciocinou, não é o pertinente.

A oferta de moeda creditícia é determinada pela demanda. A circulação ativa é dependente da efetivação da renda nominal. A *causalidade* corre do nível de preços para a oferta monetária bancária. As flutuações de preços são devido a *causas não-monetárias*, em vez de serem provocadas por variações na quantidade de moeda. Isto não significa que a prudência bancária não seja requerida; certamente é. Mas qualquer excesso de moeda retorna ao sistema bancário, via o *princípio do refluxo*. Os agentes econômicos ou depositam-na novamente, ou liquidam passivos, ou, se ela estiver depreciando, demandam títulos.

É necessária, em consequência, uma teoria "não estritamente monetária" dos preços, explicando o movimento destes a partir de decisões microeconômicas descoordenadas. A moeda entra na explicação não como *causadora*, mas simplesmente como *sancionadora*. O *valor do dinheiro* é uma variável dependente, porque seu *poder de compra* depende do preço daquilo pelo qual o dinheiro pode ser trocado. Se os preços estão baixos, o dinheiro compra um montante elevado de outras coisas, tendo grande valor; se os preços estão altos, compra um montante pequeno de outras coisas, tendo pouco valor. O *valor do*

dinheiro comporta-se em razão inversa ao nível geral dos preços: cai quando ele sobe, e sobe quando ele abaixa [299].

O problema dos preços não é um problema meramente monetário. Pelo contrário, a circulação monetária depende dos preços. Numa Teoria Alternativa da Moeda, a moeda apresenta-se como *validadora* (ou *sancionadora*) social das decisões privadas [300]. Constitui-se na prova de demanda social pelas mercadorias particulares, produzidas, em consequência, com emprego de trabalho *aceito socialmente*. A moeda, portanto, estabelece uma *regra de coerência social*, sinalizando a distribuição de trabalho que atende a necessidade do mercado.

O dinheiro não possui valor próprio [301]. Os preços dos bens e os custos de produção da própria moeda mercadoria (p. ex., o ouro) exercem influência mútua e adquirem seus respectivos valores de troca precisamente mediante o processo de troca. Desperdiça-se trabalho, quando se ultrapassa o montante de tempo de trabalho socialmente necessário. O produtor recebe o *valor aceito pelo mercado* daquilo que produz. Esta idéia está de acordo com o *postulado da sancionalidade*, em que o valor do dinheiro é o seu poder de compra, ou seja, é determinado pelo nível geral dos preços, explicado não pela teoria monetária, mas sim por uma teoria alternativa dos preços.

No entanto, algumas teorias colocam ênfase somente num suposto controle de preços por parte dos trustes e dos cartéis, da avidez dos comerciantes, das reinvidicações de aumentos salariais dos sindicatos, dos direitos tarifários, etc. Consideram, frequentemente, o dinheiro como uma massa amorfa infinitamente elástica ou plástica, que se adapta por si mesma, sem pressionar o nível dos preços, sendo completamente passiva no que diz respeito ao mecanismo de preços, enquanto estes se regulam unicamente por circunstâncias que afetam as próprias mercadorias. A tal ponto há o hábito que o sistema de crédito contemporâneo satisfaça qualquer demanda de meios de troca por parte da sociedade que não se concebe que o dinheiro influa sobre os preços em termos da *sancionalidade*, que muda o sentido direcional da influência moeda-preço. **O *mark-up desejado ex-ante* só é *efetivado* se o vendedor encontra um comprador com dinheiro, disposto a adquirir o bem ao *preço oferecido*.**

A crítica é que, ao *explicarem preços por preços*, caem num raciocínio circular, cuja única fuga possível é arbitrariamente utilizar alguma instituição exógena - entre autoridades monetárias, oligopólios, sindicatos, etc. -, que obstaculiza "o livre jogo de mercado". No que diz respeito aos preços dos bens concretos, existe uma relação essencial entre os bens e o dinheiro, que não se pode explicar satisfatoriamente sem se referir a este último. **Segundo o**

---

299 MILL, John Stuart. Princípios de Economia Política. SP, Abril Cultural, 1983 (original de 1848). cap. VIII, p. 51.

300 MOLLO, Maria L. R.. Estado e Economia: O Papel Monetário do Estado. Estudos Econômicos. SP, USP, jan-abr 1990.

301 WICKSELL, Knut. Lições de Economia Política. SP, Nova Cultural, 1986 (original de 1911). p. 248.

postulado da teoria alternativa de moeda, é necessário o *sancionamento monetário* para que os aumentos relativos de preços, decididos por oligopólios, se efetivem nominalmente *ex-post*.

O efeito da expansão da quantidade de moeda em circulação sobre os preços não é explicado satisfatoriamente se não se orienta por uma *teoria dos preços em dinheiro* que exige *a contextualização da decisão de gasto*: quem adquiri o dinheiro adicional, o que decide fazer com ele (gastar ou aplicar), e qual o estado da economia na qual atua o dinheiro novo. Nas palavras do Schumpeter: "embora não haja realmente muito mais sentido em disputar sobre a questão de saber se é a quantidade de dinheiro ou a folha de pagamento acrescida a 'causa' da inflação do que haveria numa pendenga sobre a questão de saber se é a bala ou a intenção do assassino a 'causa' da morte da vítima, ainda há algo a dizer quanto a concentrar-se sobre os mecanismos pelos quais o acréscimo na quantidade de dinheiro torna-se operativo" [302].

Por um método de desequilíbrio dinâmico, na teoria dos movimentos dos preços, **a moeda *sanciona ex-post* - não causa - *decisões ex-ante* de gasto, de aplicação, de formação de estoques e de fixação de preços. As decisões *planejadas* demandam liquidez *a posteriori* para serem *efetivadas*.**

O ponto de partida para abordar o problema das variações no valor da moeda contemporânea pode ser encontrado numa *Teoria Geral dos Preços*, alternativa à teoria quantitativa. Sob um ponto de vista dinâmico e realista, deve-se distinguir entre duas classes de ação, que são o fundamento do *processo dos preços*: por um lado, ações mediante as quais os bens são *oferecidos* a *dados* preços pelos vendedores aos compradores; e, por outro lado, ações pelas quais essas ofertas são *aceitas* pela outra parte, com frequência numa extensão maior ou menor que a esperada pelos ofertantes. Ambas classes de ações têm lugar em momentos do tempo definidos, em que as ofertas são válidas até novo aviso. Assim, o *processo de fixação dos preços* não é contínuo, é *discricional*.

O anúncio de novos preços, p. ex, por certos vendedores, induzirá aos interessados nesses preços modificar seus próprios planos de ação e, eventualmente, seus preços. A *aceitação* (pelos compradores) dos preços *desejados* (pelos vendedores) pode ser referido ao tempo que segue imediatamente ao anúncio do preço ou a um período posterior. Se essas transações não estão com a *frequência* de acordo com as previsões (dos vendedores), conduzirão em muitos casos a uma nova modificação dos planos baseados nas previsões anteriores.

Os fatores mais importantes que influenciam nas decisões dos vendedores para variar seus preços de um período ao seguinte são os desvios entre as transações *previstas* e aquelas de fato *efetivadas*. As forças que geram os

---

[302] SCHUMPETER; op. cit.; p. 414.

movimentos dos preços são principalmente o excesso ou a carência da demanda prevista pelos vendedores ao fixarem seus preços anteriores.

Na realidade, a quantidade de bens vendidos se ajusta, ao menos parcialmente, aos preços por meio de *variações no volume de estoques*, característica do método do *fix price*.

Quando se abandona a Teoria Quantitativa da Moeda, a determinação dos preços ocorre fora do modelo, de maneira *exógena*. Supõe-se que devem cobrir os custos, com uma margem de lucro estável. O modelo se converte num *modelo de preços fixos* [303]. A *fixação dos preços* não implica que eles nunca podem variar, só que não variam necessariamente ao haver desequilíbrio entre demanda e oferta de bens e serviços.

Na prática, o fato de que haja estoques tem muito que ver com a possibilidade de manter fixos os preços. Quando a demanda excede a produção, se há estoques que podem compensar essa deficiência, obviamente o preço não tem por que aumentar. Se não há estoques, é difícil a suposição dos preços rígidos. Na realidade, não existe um mercado onde os vendedores deixam insatisfeita a demanda sem subir os preços. A suposição dos preços fixos é mais difícil no caso dos bens *perecíveis* (não armazenáveis) que no dos *estocáveis*.

No caso dos *perecíveis*, um excesso da produção sobre a demanda sob forma monetária não pode se acumular em estoques; simplesmente se desperdiça. Assim como esse é um sinal para reduzir a produção, um excesso de demanda monetária sobre a produção provocará o mesmo tipo de sinal para aumentá-la. **Estes sinais de validação *ex post*, pelo pagamento em dinheiro, de decisões *ex ante* ocorrem inclusive num mercado de preços fixos**. A economia não se priva de um meio de ajuste, pelo menos no que se refere ao nível "micro".

O *princípio de ajuste de estoques* de bens [304], com seu *nível desejado*, é uma simplificação. Na realidade, há uma faixa dentro da qual o nível de estoque é "confortável", de modo que não parece haver necessidade de medidas especiais para corrigi-lo. Só haverá uma reação se o *nível efetivo* sair fora dessa faixa. O estado de estoques, portanto, deve ser levado em consideração. A demanda por reposição dos estoques é regida, em primeiro lugar, pela taxa de *vendas esperadas*, e, em segundo, pela diferença entre *estoque efetivo* e o *desejado*.

Quando há estoques, não basta que os produtores interpretem os sinais monetários corretamente. Não se pode esperar um ajuste exato; seguramente se cometerão erros. Porém, ao contrário do caso dos bens *perecíveis*, no caso dos *armazenáveis* os erros comprometerão o futuro. Até um simples atraso no ajuste

---

303 HICKS, John. Methods of Dynamic Economics. Oxford, Oxford University Press, 1985. Cap. VIII.

304 HICKS, John. A Crise na Economia Keynesiana. SP, Vértice, 1987 (original de 1974). p. 21.

deixará sua marca sobre o nível dos estoques, permanecendo no futuro uma faixa invendável àqueles *preços não sancionados por moeda*.

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

Caso não haja disposição para dar ou para tomar crédito, numa situação de maior retenção ociosa de dinheiro por motivo precaucional ou especulativo, a taxa de juros deve estar relativamente alta. Nesta circunstância, eleva-se a velocidade de circulação da moeda demandada por motivo transacional. Com os juros elevados, aumenta o custo oportunidade de reter estoques. Em vez de pagar juros sobre capitais de terceiros - no caso de endividamento, para sustentar os preços e os estoques -, torna-se mais interessante vender com "preços promocionais", recebendo dinheiro para auto-financiar ou ganhar aplicando em juros.

5.4. POSTULADO DA NÃO-NEUTRALIDADE

Segundo Humphrey, "keynesianos modernos argumentam que a Teoria Quantitativa da Moeda é inválida porque assume uma tendência automática ao pleno emprego. Se existem recursos desempregados e excesso de capacidade, uma expansão monetária, se afeta a taxa de juros, pode produzir um crescimento no produto mais do que um crescimento nos preços. Variações monetárias podem ter um *efeito permanente*, através das taxas de juros, sobre produto e outras variáveis reais, contrariamente ao *postulado de neutralidade* da Teoria Quantitativa da Moeda" [305].

A moeda pode ser mais que somente um *véu*, constituindo um *fenômeno real*. A preferência por liquidez leva ao diferimento dos gastos e ao não sancionamento dos preços desejados. A moeda é *não-neutra*, pois afeta as decisões e as motivações.

Uma explicação alternativa para o desemprego, além da explicação em termos de *déficit* da demanda agregada, é a adoção de uma explicação em termos de *déficit* de oferta agregada. Mesmo que a moeda não seja *entesourada*, não é de se supor que uma economia, cujas decisões de investir são tomadas por

[305] HUMPHREY; op. cit.; p. 47.

empresários, descoordenadamente, possa caminhar para o pleno emprego. Nunca se atinge o pleno emprego em todos setores, devido aos *efeitos de estrangulamento intersetorial*. Nesta explicação, o entesouramento da moeda é um *efeito simultâneo*, não uma *causa antecedente* do diferimento de gastos.

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

Numa Teoria Alternativa da Moeda, os fatores monetários não ativam *diretamente* os gastos (não há *efeito saldo real*). Na realidade**, a causalidade é inversa: a oferta de moeda responde, sancionando ou não, às decisões de gastos.**

Desfazendo-se a relação *direta* entre a quantidade em circulação da moeda e os gastos e preços, cria-se a abordagem através da oferta e demanda agregados, desequilibrados via desajuste de juros. A Teoria Quantitativa da Moeda não possui o atributo da generalidade, devido à sua inaplicabilidade ao *sistema de crédito puro*, com oferta de *moeda creditícia endógena*, criada, na relação bancos-clientes, em reação a esse desajuste entre *taxa de juros de mercado* e *taxa de lucro esperada*. Essa tentativa de reabilitação que Wicksell fez da teoria quantitativa foi, na realidade, sua destruição.

Pela interpretação alternativa, a relação entre o volume de meios de pagamentos e os preços se produz através do mercado de crédito, pelo aumento ou diminuição da taxa de juros, que ao afetar ao investimento modifica o nível de renda e a demanda, repercutindo nos preços. A relação entre a quantidade de moeda e os preços fica, na argumentação, reduzida a uma reação de tipo secundário (*indireta*), que pode ser compensada por distintas causas. Além disso, é influenciada pelas variações na oferta de mercadorias, como resultado do aumento ou da diminuição do nível de produção.

O *mecanismo de transmissão indireto* refere-se ao processo pelo qual uma variação monetária influencia gastos e preços, *indiretamente*, via seu efeito antecedente sobre a taxa de juros. Por um lado, o *mecanismo indireto* conta com a criação de um diferencial entre a *taxa esperada de lucro* sobre o investimento de capital e a *taxa de juros de mercado* e com um investimento em resposta a este hiato. Por outro, os juros representam, para o formador de preços, custo financeiro e/ou custo de oportunidade na aplicação de capital.

O ponto de partida do investigador econômico deve residir nos planos dos agentes econômicos. Quando, numa economia de mercado descentralizada,

existem muitos sujeitos econômicos, há muitos planos distintos em ação. A interdependência estratégica desses planos resulta num futuro incerto. Em certos períodos, as expectativas dos vendedores ou dos compradores não se cumprem ao longo do processo. O desvio entre as expectativas e o curso real dos acontecimentos dá motivo a que se modifiquem os planos dos agentes.

No caso de uma demanda insatisfeita que não pode ser substituída, a única alternativa para o dinheiro não gasto é entesourá-lo para o futuro. O resultado é o mesmo que o derivado de um aumento da preferência pela liquidez: o vendedor fica com estoques que não desejava conservar; o consumidor fica com dinheiro aplicado.

A moeda não é *neutra*; sua retenção provoca efeitos danosos do ponto de vista da realização da produção. Produzem bens que não se vendem; os fundos investidos nesses bens se arriscam a perder. Isto significa que o produtor fica com um passivo (ou obrigação) contra o qual não obteve um correspondente retorno monetário, no ativo. Esta dívida passiva não liquidada dos produtores não é assumida voluntariamente, mas a partir de um *rendimento esperado não confirmado*.

Qualquer agente econômico nesse estado de "desequilíbrio" de balanço - equilíbrio pensado não como uma trajetória real, mas sim como padrão de referência idealizado - toma medidas para corrigi-lo. Daí a necessidade de uma *análise sequencial dinâmica* dos efeitos de uma não validação monetária. No caso da Teoria Alternativa da Moeda, delinea-se também o *mecanismo de transmissão indireto*, via taxa de juros, dos fatores monetários aos reais. A idéia é que os bancos afetam as decisões variando a *liquidez geral* através do movimento da taxa de juros. A capacidade de tomar empréstimos de uma empresa depende de suportar a variação da carga de juros do crédito, face à sua expectativa de rendimento futuro, e oferecer garantia patrimonial para apaziguar o risco do credor.

Crédito bancário adicional é demandado para financiar acréscimos no valor dos estoques e no capital de giro, durante o intervalo entre produção e vendas, ou melhor, entre as *datas dos pagamentos* dos insumos e da mão-de-obra e as *datas de recebimento* das receitas das vendas. Elevações na taxa de salários nominais e nos custos das matérias primas são seguidas por um aumento na quantidade de moeda demandada. Se *sancionada* por crédito, há um correspondente acréscimo nas contas correntes bancárias e, portanto, no estoque nominal de moeda. Também elevações no volume do produto, mesmo com custos permanecendo estáveis, similarmente, requerem um acréscimo nos empréstimos bancários para financiar o maior valor dos bens em processo (ou em estoques), até que as maiores receitas de vendas cubram o financiamento adicional das necessidades de capital de giro.

Os bancos fixam a taxa de juros de empréstimos, tendo em conta a taxa básica de juros determinada pelo Banco Central, e então esperam atender a demanda de crédito que resulta. Empréstimos bancários às empresas não-financeiras aumentam equiproporcionalmente com seus requerimentos de capital-de-giro, no caso de inelasticidade da demanda dos empréstimos aos juros de curto prazo.

Portanto, a capacidade das autoridades monetárias restringirem o crescimento de empréstimos às empresas não-financeiras indiretamente, variando as taxa de juros de curto prazo, é limitada. No *período de mercado*, principalmente numa situação de excesso involuntário de estoques, demanda de crédito aparece amplamente como insensível às variações dos custos de juros. No *período de produção*, tal processo cumulativamente reverte expectativas, leva à suspensão de decisões de produção, férias coletivas, dispensa de empregados. No longo prazo, *período de investimento*, aumento da capacidade ociosa provoca adiamento de decisões de investimento, recessão e desemprego. (ver fluxograma)

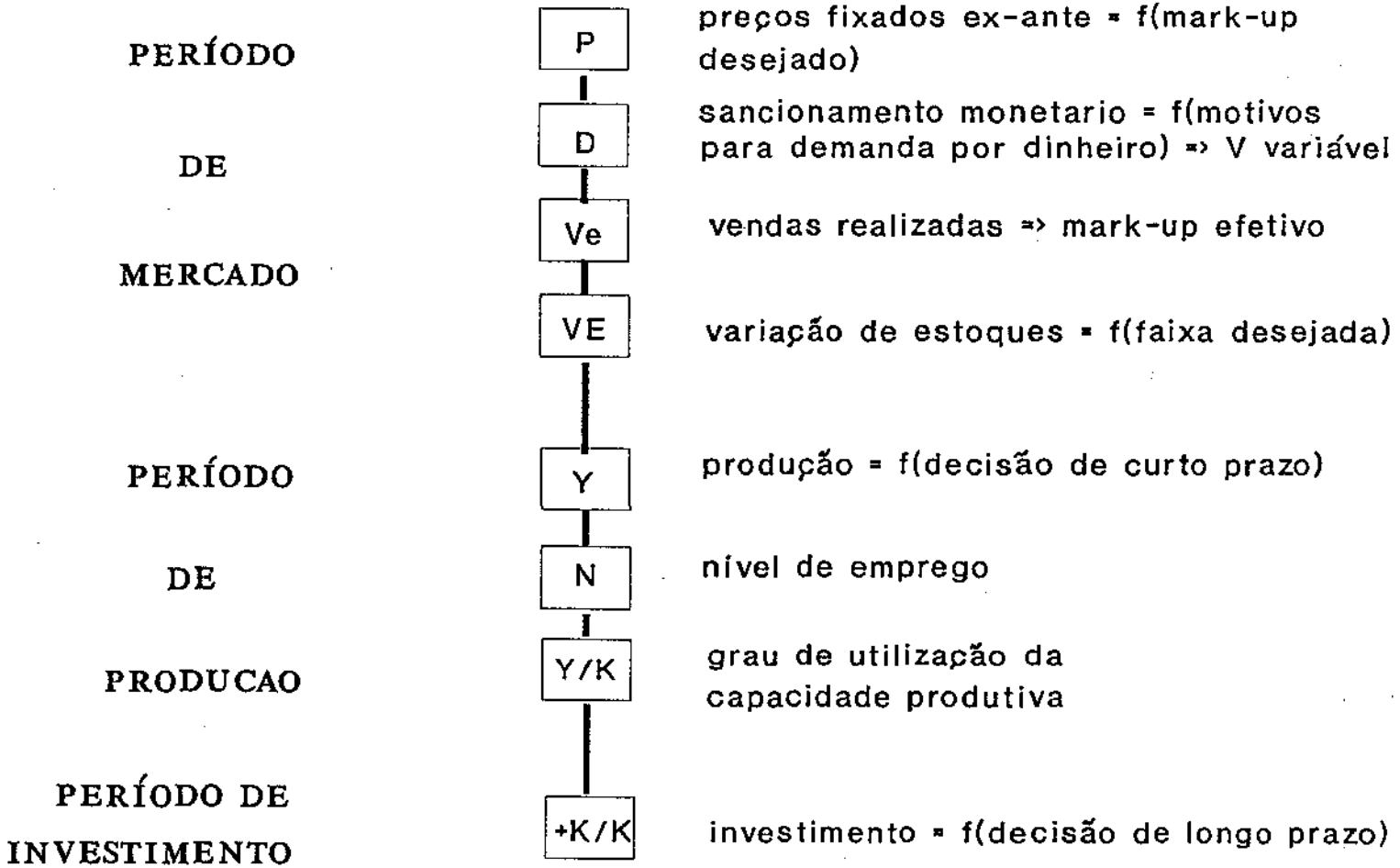
Desde que o Banco Central, consistente com seu papel supremo de dar suporte ao sistema financeiro, intervem e opera para permitir o estoque nominal de moeda acomodar os acréscimos na demanda de crédito bancário, *agregados monetários podem propriamente ser considerados como movendo endogenamente*. Em geral, o Banco Central somente fixa *exogenamente* a taxa de juros de curto prazo - tendo em conta o nível geral dos preços, o nível de emprego, o grau de fragilidade financeira, a relação câmbio-juros, etc. - pela qual estará disposto a oferecer assistência de liquidez. Mas o estoque nominal de moeda em si próprio não é uma variável controlada.

Pode ser argumentado que, *teoricamente*, seria possível para o Banco Central recusar a acomodar as pressões expansionistas altistas sobre o estoque nominal de moeda (via crédito bancário), causadas por crescimento dos preços e dos salários. Esta recusa em "sancionar a inflação", como será visto, tem limites políticos, colocados pela maior volatilidade nas taxas de juros e consequente instabilidade econômica.

5.5. POSTULADO DA ENDOGENEIDADE

A chamada doutrina da *necessidade do comércio*, no século XIX, argumentava que, contrariamente à Teoria Quantitativa da Moeda, a oferta de moeda é uma variável *endógena*, que responde passivamente às mudanças na demanda por ela. Conforme a doutrina do *real bills*, a moeda somente entrando efetivamente em circulação (fora das reservas ou entesouramento) em função das reais necessidades transacionais, representadas por títulos de dívida real (contrapartida de atos de compra-e-venda não fictícios), não há como ser

MECANISMO DIRETO DE TRANSMISSÃO MONETÁRIA



excessiva. De acordo com a *lei do refluxo*, também originária da *Banking School*, a moeda quando não desejada retornaria para o emissor bancário, seja pelo pagamento de empréstimos do devedor, seja pela aplicação financeira do investidor. Em suma, não haveria mecanismo de transmissão *direto e/ou efeito saldo real*, correndo da moeda para preços.

"Uma implicação dessas doutrinas, aplicadas ao padrão monetário contemporâneo, é que variações monetárias não podem influenciar preços. Sendo determinada pela demanda, o estoque de moeda não pode nem exceder nem cair abaixo da quantidade de moeda demandada. Com a quantidade de moeda ofertada *interdependente* com a quantidade demandada, nunca uma situação de oferta excessiva ou redundante de moeda creditícia - criada endogenamente através de contrapartidas entre débitos e créditos - pode se desenvolver, para estimular gastos ou forçar preços para cima" [306].

A moeda creditícia, por causa de sua geral aceitação como um meio de pagamento, é diferente de todos os outros bens. É possível uma analogia entre oferta endógena de moeda bancária e produção sob encomenda [307]. Para todos bens produzidos *para mercado*, uma função de oferta existe independentemente da demanda. Mas para todos os bens produzidos *por contrato*, a oferta depende de "ordens de serviços" contratuais. Neste caso, a quantidade ofertada é sempre necessariamente determinada pela demanda.

A própria emissão primária pelo governo pode ser vista como uma entrada de moeda na economia via contratos. No caso, com o funcionalismo, os empreiteiros de obras públicas, os fornecedores de bens e serviços, etc., *contratados* por concurso e/ou licitação pública. Teoricamente, os contratos seriam realizados após concorrência, para se pagar preços pré-estabelecidos mais baratos. Em outras palavras, essa emissão - em certas circunstâncias - não teria por que *sancionar* preços inflacionados.

A entrada líquida de moeda estrangeira, no país, é chamada de *saldo cambial*. O banco central soma os resultados das operações comerciais (exportações menos importações) e financeiras (empréstimos, financiamentos e investimentos em bolsas). A moeda estrangeira recebida pelo país depende também de contratos realizados entre residentes e não-residentes, com valores estipulados antes do cumprimento. No entanto, quando a moeda vinda do exterior é convertida em moeda nacional e aumenta a quantidade de dinheiro no país, pela teoria quantitativa interpreta-se equivocadamente esse fenômeno como "excesso de dinheiro", que pressiona a inflação. Para evitar que isso aconteça, o banco central vende títulos. Neste caso, aumenta a dívida pública. Na verdade, quando esse aumento é de *liquidez real* - contrapartida de atos de compra-e-venda, que pressupõem a produção de um bem -, não é inflacionário, mas sim

---

306 HUMPHREY; op. cit.; p. 47.

307 MOORE, Basil. Has the demand for money been mislaid? A reply to "has Moore become too horizontal?". JPKE. Vol. 14, n. 1, Fall 1991. pp. 125-133.

uma acomodação da demanda por encaixes reais adicionais, que surge do crescimento da renda dos setores exportadores.

A entrada de dinheiro via operação de *open market* pode ser vista também como estabelecida por uma negociação contratual. Tratam-se de contratos de dívida indireta, baseada em títulos financeiros com apoio na dívida pública interfinanceira. A simples existência de *liquidez financeira* não determina gastos, seja em consumo, seja em investimento; pelo contrário, estes que implicam em *liquidez real*. A conclusão relevante é que a *liquidez potencial* não é causa direta de inflação - como propõe a "tese do excesso de liquidez" -, por não determinar diretamente a decisão de formação de preços em termos de *mark-up desejado*. A *liquidez financeira* se transforma em *liquidez real* somente quando uma retirada do mercado financeiro *referenda* - *sanciona* ou *acomoda* - os preços nominais elevados, ou seja, *aceita* o "teste do teto de *mark-up*" [308].

A moeda creditícia é ofertada em resposta a contratos de crédito administrados por vendedores (bancos). Não se pode ter uma oferta dela independentemente de sua demanda. Todos os produtores que são *fixadores de preços* (*price setters*) e *tomadores de quantidade* (*quantity takers*) podem ser vistos como tendo uma função de oferta horizontal no curto prazo, até que, enfim, mudem seus preços. Aí então ter-se-ia uma *nova curva* de oferta interdependente com a nova demanda. Juros mais altos não são representados como novos "pontos de equilíbrio" na *mesma curva*.

A moeda creditícia possui uma outra característica diferente das mercadorias. Enquanto os bens e serviços são todos perecíveis no tempo, pelo menos em algum grau, moeda é o único ativo que, embora *perecível* quando não é demandado, é *infinitamente durável* enquanto for demandado. Quando a moeda creditícia não é demandada, contratos de empréstimos serão pagos e a oferta cairá, pela *lei do refluxo*. Mas enquanto for demandada para transações, ou para atender necessidades de liquidez, por motivo precaucional ou especulativo, a moeda é infinitamente durável.

É importante reafirmar que o *significado da endogeneidade da moeda* não é no sentido que bancos centrais são impotentes, ou passivos, ou devem necessariamente acomodar a criação de moeda pelos bancos comerciais, mas mais exatamente que simplesmente seu instrumento de controle monetário é o *preço* e não a *quantidade* de moeda [309]. Em outras palavras, as autoridades monetárias influenciam as decisões dos agentes econômicos via política de taxas de juros, um mecanismo de transmissão *indireto* dos fatores monetários aos reais. **Quando se fixa a taxa de juros, não há como a quantidade de moeda não**

---

308 COSTA, Fernando Nogueira da. Relação Gasto-Liquidez (As Três Tríades). Ensaios de Economia Monetária. SP, Bienal-Educ, 1992. Cap. 1, p. 42/3. tb. ZINI, Álvaro. Moeda Indexada e Governo Collor. in FARO, C. (org.). Plano Collor: Avaliações e Perspectivas. RJ, LTC, 1990. pp. 9-15.

309 MOORE, Basil. Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money. Cambridge University Press, 1988.

ficar endógena, com sua oferta sujeita à demanda dos agentes econômicos, que aceitam pagar aquela taxa de juros.

Na teoria da *endogeneidade da moeda*, argumenta-se que não há a alternativa de restringir *diretamente* a oferta de moeda, a uma dada taxa de juros. A real opção (*ex-ante*) de política monetária é oferecer reservas a uma taxa de juros, discricionariamente elevada, que racione, *indiretamente*, a disponibilidade de reservas. Aí a fixação da taxa de juros é *causa*; o controle de reservas é *consequência*.

É necessário ver as variáveis econômicas no tempo, e não num modelo estático-comparativo. De maneira estilizada, sequencial, a oferta de moeda-creditícia é efetivamente aumentada quando há demanda de crédito àquela dada taxa de juros. A criação de moeda - depósitos - pelo empréstimo precede temporalmente a captação de reservas. O banco cobra uma *taxa de empréstimo* com um *spread* desejado acima da *taxa de captação* do mercado, o que lhe dá expectativa de conseguir pagar o suficiente para adquirir o "dinheiro comprado", para constituir reserva do empréstimo. A relação entre a taxa *de redesconto* e a *de mercado* é fundamental para a decisão do banco a respeito se recorre ao mercado a varejo, ao atacado, ao interbancário ou ao Banco Central. Se este eleva, *exogenamente*, a taxa de redesconto acima da taxa de empréstimo, esta tende posteriormente a reagir. Esta posterior alta pode desestimular a demanda de crédito, na medida em que a relação entre o custo de serviço da dívida e o rendimento esperado induzir uma expectativa de aumento da *fragilidade financeira* do agente demandante. O risco do credor e o do tomador (prudência no endividamento face ao ganho esperado) serão reavaliados. A resultante poderá ser não o refinanciamento, mas a liquidação do empréstimo e a anulação da moeda-creditícia.

Nessa sequência dinâmica, explica-se as decisões cruciais dos agentes econômicos em termos de relações entre *preços básicos* (juros, preços finais, câmbio, tarifas, etc.) e não entre *quantidades*, como num modelo neo-walrasiano. Desaparece a política dita "monetarista" (com meta de controle de algum agregado monetário), para reaparecer uma política monetária realista, com seus limites definidos. O banco central tem o poder de influenciar as taxas de juros que lhe permite moldar a demanda por moeda na direção desejada.

A *endogeneidade da moeda* compreende também a *administração de passivos* pelos bancos, como uma forma de captação via criação de "quase-moeda", quando as reservas não estão disponíveis no redesconto a custo compensador. A vantagem para o banco é captar no mercado, com uma relação custo/benefício favorável, via um passivo não submetido à exigência de depósito compulsório no banco central, que significa custo não remunerado. Para o público não-bancário, a vantagem é dispor de um ativo facilmente transformável de *recebedor de juros* em *transferível por cheque.* Esta conciliação de interesses

entre banco e cliente justifica a *inovação financeira* fora da regulação do banco central.

Na prática diária, *a determinação do nível da taxa de juros de mercado* é tarefa relativamente simples: o nível é fixado pela intervenção do banco central no mercado monetário, regulando o desejo do mercado por dinheiro *indiretamente*. Na medida em que as autoridades monetárias realmente fixam taxa de juros no curto prazo, então o estoque de moeda torna-se uma *variável endógena*, embora várias análises acadêmicas da determinação da taxa de juros assumam que as autoridades monetárias fixam *exogenamente* o nível do estoque monetário. Dada a extremamente inelástica demanda por reservas, qualquer tentativa das Autoridades Monetárias determinarem o nível de curto prazo da quantidade de reservas, em vez do nível da taxa de juros, provocará drásticas variações de curto prazo nas flutuações das taxas de juros. Exemplos práticos mostram que é inconsistente uma política que busca a estabilidade monetária apertando quantitativamente o controle monetário. Ocorreria a indesejada volatilidade nas taxas de juros de curto prazo.

5.6. POSTULADO DE UMA TEORIA DE FIXAÇÃO DOS PREÇOS

"Um grande número de críticos, tanto modernos quanto antigos, têm sustentado que, contrariamente à Teoria Quantitativa da Moeda, uma injeção monetária não pode sempre ser considerada como indo estimular gastos e elevar preços. Uma expansão monetária pode ser não efetiva por três razões decisivas. Primeira, a nova moeda pode ser simplesmente absorvida em reservas ociosas. Segunda, o gasto pode ser insensível a juros, i.e, não responder a variações nas taxas de juros induzidas por expansão monetária. Terceira, como previamente mencionado, o estoque monetário pode ser determinado pela demanda, em cujo situação não pode haver excesso de oferta de moeda que transborda sobre o mercado de mercadorias sob forma de um excesso de demanda de bens" [310].

Portanto, se a Teoria Quantitativa da Moeda não é válida, há necessidade de apresentar uma *teoria de preços alternativa*. **A causa do aumento dos preços não é colocada na pressão de demanda no mercado, mas sim no âmbito da decisão dos líderes na formação de preços de oferta**. Sua referência está nos *custos*, na *inércia* ou nas *expectativas*. Relaciona-se com seu poder na estrutura de mercado, com sua liquidez e com a elasticidade da demanda de seu produto.

A fundamentação microeconômica pós-keynesiana se caracteriza pela aplicação generalizada dos *princípios da incerteza* e da *teoria do oligopólio* à análise da formação dos preços [311]. Os ajustes macroeconômicos típicos de uma

---

310 HUMPHREY; op. cit.; p. 48.

311 OCAMPO, José A., De Keynes al Análisis Poskeynesiano, in OCAMPO (selecion). Economía Poskeynesiana. Mexico, Fondo de Cultura Económica, 1988. p. 18.

CENTRO DE DOCUMENTACAO
INSTITUTO DE ECONOMIA
UNICAMP

economia capitalista não afetam às empresas oligopolistas primordialmente por meio dos *preços* de seus produtos, mas sim mediante variações nas *quantidades* demandadas. Em condições de concorrência oligopólica, a incerteza da empresa acerca de seu nível de vendas afeta fundamentalmente o processo de investimento e de formação de preços.

As empresas não-financeiras oligopolistas estabelecem um preço ou uma margem de lucro sobre os custos unitários de produção, que se mantém apesar de alterações na demanda. Como visto, a empresa absorve estas variações por meio de ajuste de estoques ou de utilização da capacidade produtiva. Por isto, deve manter estoques ou capacidade ociosa para responder a elevações na demanda de seus produtos. Quando é muito custoso mantê-los, o ajuste pode dar-se - até certo limite - por meio de alterações na data de entrega dos pedidos.

Todas essas situações se caracterizam por uma certa *rigidez dos preços* ou das margens de lucro (*mark-up*) diante de alterações na demanda. Por isto, Hicks os denominou de *mercados de preço fixo*. Estes mercados não se ajustam fundamentalmente via *preços*, mas sim via *quantidades*, embora tanto os preços quanto as margens de lucro possam se reajustar em condições de liquidez particulares. Contrapõem-se aos *mercados de preços flexíveis*. Em ambos casos, as alterações nos preços estão sujeitas a ajustes nos estoques, que dependem de fatores diferentes do simples equilíbrio de curto prazo entre a oferta e a demanda.

A característica fundamental desses mercados oligopólicos é a fixação dos preços com base numa margem de lucro sobre os custos unitários de produção (mão de obra e matérias primas). Estas margens estão sujeitas a variações cíclicas. A análise teórica conduziu à identificação de dois de seus determinantes fundamentais: as condições de concorrência e a demanda de fundos de investimento. Além desses, podem apresentar-se condições particulares, associadas com a luta sindical, a regulação governamental, etc..

De acordo com Sylos-Labini [312], a margem de lucro está determinada basicamente pelo desejo das empresas de impedir a entrada de novos competidores no mercado. Ele não tem em conta a demanda de fundos de investimento da empresa não-financeira e sua relação com a margem de lucro. Steindl [313] mostra a interação destes dois fatores num contexto dinâmico e a relação que se estabelece entre eles como reflexo do caráter dos lucros como fundos de acumulação. As análises dos determinantes da margem de lucro,

---

312 SYLOS-LABINI, Paolo. Oligopólio e Progresso Técnico. SP, Abril Cultural, 1984 (original de 1961). Cap. II.

313 STEINDL, Joseph, Maturidade e Estagnação no Capitalismo Americano. SP, Abril Cultural, 1983 (original de 1952).

particularmente de Okun, Eichner, Harcourt, Kenyon e Wood [314], mostram como se determinam os preços, num contexto dinâmico, para proporcionar, no longo prazo, fundos internos de acumulação adequados. Deve-se destacar que, num mercado financeiro, não são comparáveis os fundos *internos* e *externos* disponíveis para uma empresa não-financeira, pois são substitutos imperfeitos. Tanto do ponto de vista do credor como do devedor existe um *risco crescente* à medida que se incrementa o grau de endividamento. O *autofinanciamento* desempenha o papel fundamental em todo processo de investimento.

Portanto, empresas líderes na formação de preços, graças aos seus poderes de mercado, respondem às variações ocorridas nas condições da demanda agregada de uma maneira muito distinta da esperada pela teoria tradicional. O que se requer, obviamente, é *uma teoria alternativa à Teoria Quantitativa da Moeda* que explique porque os preços das empresas oligopólicas aumentam com frequência ao longo do tempo de maneira quase insensível às condições da demanda agregada.

A Teoria Quantitativa da Moeda defende que apenas através do *gasto de moeda*, via um *efeito saldo real* antecedente sobre a demanda de bens, ocorre uma variação no *nível geral dos preços*. Isto se dá quando toda demanda monetária por bens é maior ou menor do que a oferta de todos bens contra dinheiro.

Essa *teoria monetária dos preços* não se refere aos *preços relativos*. Estes podem ser afetados diretamente por empresas com poder de mercado diferenciado; porém, segundo interpretação de Wicksell, esses monopólios ou oligopólios - sob o risco de redução da demanda a longo prazo - tratam de obter seus lucros reduzindo os custos fixos, fazendo os preços abaixarem ao invés de subirem. O relativo barateamento de certo grupo de mercadorias, devido a melhores condições de produção (aumento de produtividade), não ocasiona um descenso equivalente em seu preço em moeda (*preço absoluto*), mas simplesmente não acompanha (caso ocorra) um aumento dos preços em todas mercadorias.

No entanto, os oligopólios conseguem proteger suas margens de lucro diante da retração da demanda. Para compensar a queda da produção e vendas, com consequente aumento do custo fixo unitário, a empresa corta custos variáveis e aumenta preços, mantendo assim a massa de lucros. Esse comportamento de aumento de preços acima do índice geral de preços acumulado só é possível em função do poder de manipulação de mercado dos

---

[314] OKUN, Arthur M. Inflation: Its Mechanics and Welfare Costs. Brooking Papers on Economic Activity, n 2, 1975. WOOD, Adrian. Uma Teoria dos Lucros. RJ, Paz e Terra, 1980 (original de 1975). EICHNER, Alfred. Una Teoría de la Determinacion del Margen de Ganancia en el Oligopolio. Economic Journal. Vol. 83, n 332, dez/1973. HARCOURT, G. C. & KENYON, P.. La Fijación de Precios y la Decisión de Inversion. Kyklos. Vol. 39, 1976. Todos com extratos publicados em OCAMPO; op. cit..

oligopólios. Devido à competição, o setor competitivo não é capaz de elevar seus preços na mesma quantidade que o oligopolista, o que conduz a uma deterioração dos *preços relativos*.

Uma teoria da fixação dos preços, alternativa àquela teoria monetária dos preços, contra-argumenta que variações não-monetárias induzidas nos preços de algumas mercadorias não são contrabalançadas por mudanças opostas nos preços de outras. Dessa maneira, **a alteração de preços relativos pelos oligopólios afeta a média ponderada do índice geral de preços**.

A Teoria Quantitativa da Moeda argumenta que, caso ocorra uma redução significativa da quantidade de moeda, para manter o mesmo nível de produção e emprego que havia quando a quantidade de moeda era maior, é necessário obter uma redução generalizada dos preços básicos (preços dos bens, salários, câmbio, juros, tarifas, etc.). Se todos esses preços diminuíssem na mesma proporção, os valores relativos não se alterariam, e a quantidade de moeda tornar-se-ia suficiente para atender a atividade econômica.

O problema é que, numa economia de mercado *não-coordenada*, com poderes de mercado diferenciados, não há garantia de que todos vão participar igualmente do processo. Portanto, ninguém toma a iniciativa de reduzir seu preço, sob o risco de não ser acompanhado por outros e ter sua margem de lucro esmagada. "A dificuldade de resolver o problema de coordenação numa economia capitalista faz com que os preços e os salários tornem-se relativamente inflexíveis para baixo; ou seja, os preços e os salários só declinam em termos nominais quando a economia entra em depressão econômica" [315]. Sem a "solução espontânea" de diminuir preços, a depressão só pode ser evitada se se elevar a quantidade de moeda ou se a velocidade de circulação da moeda aumentar.

Com inflação, basta deixar de aumentar um preço por algum tempo para ocorrer sua redução relativamente aos demais. Consequentemente, a disposição para aceitar reduções nominais de preços é ainda menor. No caso de algum agente econômico tentar elevar seu preço relativamente, com reação dos outros agentes, as mudanças de preços relativos se transformam em fator de pressão inflacionária.

Numa economia com *rigidez de preços nominais* (para baixo), qualquer *alteração de preços relativos* só poderá ocorrer com uma *elevação do nível médio de preços*, ou seja, com *inflação*. Se esta inflação requerida para alteração de preços relativos não for *sancionada* por uma política de acomodação passiva da quantidade de moeda, haverá *depressão*.

O *nível geral dos preços* é uma média ponderada de um conjunto de preços (p. ex., dos produtos da cesta básica de consumo das famílias em certa faixa de renda). Sua evolução depende da variação dos diferentes preços. Se estes

---

315 LOPES, Francisco. O Desafio da Hiperinflação. RJ, Campus, 1989. p. 30.

generalizado de remarcação de preços. Dá uma fundamentação *macroeconômica*, na análise desse processo.

Em um processo inflacionário, com perda da confiança na *moeda nacional* como unidade de conta, constitui uma ação racional (ao nível microeconômico) substituí-la por alguma outra instituição, como um *indexador* ou, mesmo, uma *moeda estrangeira*. A indexação procura inibir qualquer alteração de preços relativos, quando tenta relacionar automaticamente cada preço ao índice geral de preços. Se todos os preços variarem proporcionalmente à sua média ponderada, a relação entre todos permanecerá fixa. Quando ocorrem alterações dos preços relativos, há aumento permanente da taxa de inflação. Na ausência dessas mudanças, a inflação parece estabilizar-se em um patamar.

"As modificações da estrutura dos preços relativos produzem dois efeitos: o período de estabilidade de um preço - mas de deterioração de sua posição relativa - diminui; a indexação tende a se generalizar e, com o questionamento acerca da confiabilidade dos índices, novos índices aparecem, cuja função é a de refletir melhor, e sobretudo mais rapidamente, a evolução da inflação" [317].

Assim, gradativamente, à medida do ritmo inflacionário, verifica-se um **processo de substituição de indexadores**:

1. **indexador *ex-post***: em função do custo, para manter a margem de lucro histórica;

2. **indexador *inercial***: em função do índice geral de preços, para reposição das perdas passadas;

3. **indexador *aceleracionista***: em função de um índice de preço-guia, para acompanhar a liderança de preços;

4. **indexador *ex-ante***: em função da expectativa de inflação, para reposição futura dos estoques e formação do preço a prazo;

5. **indexador *instantâneo***: em função do dólar paralelo, para evitar defasagens.

Numa economia indexada, há distintos setores em que cada qual utiliza-se de um desses indexadores, para fixar seus preços, o que eleva a dispersão de preços relativos. O resultado desse **processo de fixação de preços** é que, além da *margem de lucro* sobre custos históricos, os oligopólios incorporam uma *margem de segurança*, para cobrir o risco de erro na antecipação de custos esperados, numa espécie de *indexação ex-ante*. Esta antecipação da inflação esperada constitui um processo cumulativo (um "círculo vicioso") com reflexo na inflação prevista. Outra forma de minimizar o risco crescente de defasagem é

---

[317] SALAMA, Pierre & VALIER, Jacques. A Economia em Decomposição: Ensaio sobre Hiperinflação. RJ, Nobel, 1992. p. 141.

abandonar a expressão do preço em moeda nacional e fixá-lo em dólar. Observa-se então um **processo de dolarização dos preços**.

Daí a necessidade da **âncora**, elemento coordenador dos preços, que proporciona certa previsibilidade para aumentos futuros. Com os preços cotados numa nova "moeda" (ancorada ou lastreada em câmbio fixo), são reduzidas as chamadas variações de preços relativos, possibilitando um alinhamento mais rápido, de acordo com os preços internacionais. Mas este tema pertence ao campo das implicações práticas da aplicação de uma Teoria Alternativa da Moeda.

POST-SCRIPTUM: BREVES NOTAS SUGERIDAS POR UMA TEORIA ALTERNATIVA DA MOEDA

A opinião pública brasileira, geralmente, desdenha o trabalho dedicado ao ensino, à teoria e ao estudo. O argumento usado é: "na prática, a teoria é outra". Intuitivamente, acerta em diferenciar entre a abstração e a aplicação, erra ao ignorar a necessidade daquela, para se alcançar bons resultados nesta.

Sayad denuncia que, no debate nacional, falta academia, pesquisa, e sobra jornal, colunista, empresário. "Os acadêmicos, quando falam nos jornais, se comportam como colunistas e jornalistas. Quer dizer - chapam as idéias (retiram dimensões...), tornam-se dogmáticos e clamam por ação imediata, como se estivessem pregando e não refletindo" (FSP, 24/10/93).

Esta tese acadêmica é dirigida para a formação da opinião especializada. É uma reflexão, que não visa a ação imediata. As exigências de que a ciência seja útil e aplicável a curto prazo têm o potencial de serem tremendamente prejudiciais ao próprio desenvolvimento científico.

Dentro da classificação metodológica tricótoma, apresentada no Capítulo 1, **esta tese almeja situar-se no plano da *ciência abstrata*, não cabendo então conclusões, sem mediação, sobre o que deve ser feito na realidade**. A *ciência aplicada*, com afirmações sobre o que deve ser feito, na economia, exige considerações não puramente econômicas. Por exemplo, levar em conta a falta de sustentação política, no prazo adequado, da política monetária recessiva. A *arte da economia* exige mais: o conhecimento do caso específico, com sua localização espacial e histórica. Por exemplo, no Brasil de hoje, antes de ditar regras de política econômica, deve-se considerar suas possibilidades reais num regime de alta inflação, ameaçado de se tornar uma hiperinflação aberta, com governo sem sustentabilidade política, sociedade traumatizada por choques econômicos, institucionalidade defensiva, memória inflacionária, etc. Tudo isso escapa ao escopo da tese. Dela não devem ser cobradas conclusões "práticas", mas adequação, coesão e coerência lógica.

O cientista coloca uma teoria entre o mundo e si. Mas a "racionalidade econômica" não é tão simples como se supõe, na teoria. O número de variáveis envolvido na realidade econômica é maior do que supõem os modelos econométricos. Mas isto não é, em si, um obstáculo para a cientificidade de qualquer conhecimento.

No debate recente, na imprensa brasileira, sobre se a Economia constitui uma ciência - pois "quando os economistas resolveram pôr em prática suas teorias os resultados foram desastrosos" -, um articulista não-economista deu a melhor opinião. "Uma nova pergunta se impõe: até que ponto as teorias estavam

'erradas'? E até que ponto foram, de fato, 'postas em prática'? Entre o diagnóstico do problema inflacionário, a terapêutica indicada e a obediência cotidiana a esta terapêutica, houve e há enormes abismos. (...) o fato de uma determinada estratégia não ter dado certo não é critério para duvidarmos da Economia enquanto ciência. Seria preciso saber quais os fatores políticos, sociais ou ideológicos que impediram, ou não, o saber econômico de ser aplicado em sua integridade" (COELHO, M.. FSP, 16/06/93).

A conclusão a que chega está metodologicamente correta. "A Economia, em si, pode razoavelmente ser encarada como uma ciência. Mas a Política Econômica, a aplicação de determinados preceitos teóricos na realidade brasileira, não tem, nem pode ter, nada de muito científico. Envolve pressões políticas, interesses corporativos, resistências sociais, ambiguidade quanto às metas que se queiram obter".

Portanto, **não se deduz *diretamente* da Ciência Econômica uma solução *aceitável* para o atual problema inflacionário brasileiro. Uma Teoria Alternativa da Moeda não tem este objetivo imediato. Sua função é complementar, para ajudar a organizar o raciocínio em matéria monetária de maneira coerente e consistente, advertindo contra absurdos evidentes da Teoria Quantitativa da Moeda.**

Esta *tese* defende a proposição de que a teoria monetária não é monolítica. A Teoria Quantitativa da Moeda não é íntegra, sempre apresentou rupturas. Uma formação teórica pluralista exige o conhecimento do corpo de conhecimento alternativo à "grande ciência oficial". **O ensino necessita incorporar uma Teoria Alternativa da Moeda.**

Isto, sem dúvida, exige uma postura democrática de tolerância com a divergência, que é difícil de encontrar em jovens professores conservadores. Escrevem artigos em jornais repudiando "a nefasta política dos caminhos alternativos", tentando desestimular o que chamam "as incursões da frente 'Há um caminho alternativo'" (OHANA, E. F., FSP, 8/6/93). Ou então desqualificam os adversários: "Expulsa da ciência, a crença em alquimias e soluções mágicas encontrou refúgio na mente dos economistas heterodoxos brasileiros" (GIANNETTI, E., FSP, 19/9/93).

Os conservadores mais vividos sabem que é preciso experiência, tempo e uma certa sabedoria para superar a fase iluminada de "portador da fé verdadeira"... Nem todos têm o trágico destino de carregá-la por toda a sua vida. Acabam reconhecendo que "a economia não é uma ciência 'dura', que produz um conhecimento que pela sua consequência prática domina todas as formas alternativas de pensar os problemas econômicos" (DELFIM NETTO, A., FSP, 4/5/93).

O conhecimento de uma teoria econômica não consegue ser hegemônico a ponto de dominar todas as formas alternativas de solução dos problemas. Na economia, as ligações de causa e efeito não são óbvias, as variáveis têm longa interação no tempo e os agentes econômicos alteram seus comportamentos regulares, quando se usa uma regularidade contra eles. Não é possível supor, como faz a Teoria Quantitativa da Moeda, regras comportamentais simples, que não se alteram com o funcionamento do sistema.

A política econômica real é um jogo cujas regras se alteram sempre após o seu início, de maneira complexa, imprevisível e irreversível. Por isto não é convincente a recorrente proposta dos economistas quantitativistas brasileiros: "a criação de uma simples regrinha de emissão primária de moeda, fora do alcance direto e discricionário do governo". São a favor de **um** regime monetário (com **um** banco central independente seguidor de **uma** regra monetária), **um** regime cambial, **um** regime fiscal, **um** regime salarial (muitas vezes inconsistentes entre si), quando estão fora do poder. Quando se apossam deste, só se vê **uma** política discricionária, alterando-se ao sabor da conjuntura e da idiossincrasia. *No rules* ***or*** *discretion, but rules* ***and*** *discretion...*

Outra breve nota sugerida por uma Teoria Alternativa da Moeda é a respeito da crítica ao "mito" que "a inflação é consequência da ação dos oligopólios e dos bancos". Concorda-se que não é uma ação *exclusiva*, mas não com os quantitativistas daí partirem para a afirmação de que "os oligopólios não promovem inflação, promovem preços relativamente elevados, mas sem aceleração; inflação é um fenômeno de excesso de demanda". Esta argumentação é contestada empiricamente pelas estatísticas (índices de preços selecionados e reagrupados conforme o critério de formação de preços) e teoricamente por uma Teoria Alternativa da Moeda. Empresas oligopólicas líderes na formação de preços flexibilizam seus *mark-ups* ao longo do ciclo de atividade econômica e em circunstâncias de instabilidade.

Os liberais também afirmam que é falácia imaginar que a inflação tem como causa a disposição a remarcar preços. Assim, a inflação brasileira não é o que parece, ou seja, o simples efeito agregado das ações dos agentes econômicos dispostos a remarcar preços. Afinal, argumentam, em qualquer lugar do mundo, isto faz parte da lógica da economia de mercado. Mas, onde o sistema de preços funciona, devido à existência de um mecanismo automático e impessoal chamado de *ação disciplinadora do mercado*, o nível de preços permanece estável. Portanto, concluem os liberais, o que aqui carece é de um ambiente competitivo sem a menor intervenção do Estado. O ato de pensar liberal é contaminado e governado pelo desejo. Impede-os de terem um conhecimento objetivo sobre *a realidade como ela é*. Só conseguem enxergar *a realidade como deveria ser, segundo um modelo idealizado por eles próprios.*

Desdenham qualquer interpretação da inflação como *inercial* ou *expectacional* (condicionada às ações descoordenadas e incertas dos vários

agentes). Na tradição wickselliana, a inflação resulta de um desequilíbrio entre o montante da demanda nominal e o valor total, a preços de mercado, do que foi produzido. A origem do desequilíbrio pode ser variada - expansão do crédito (devido a taxa de juros *de mercado* estar abaixo da taxa de juros *natural*), pressão sindical (crescimento de salários reais acima da produtividade), pressão oligopolista (poder de mercado para *remarcar* preços acima dos setores competitivos), pressão cambial (desvalorização da relação de troca), etc. Porém, os liberais só enxergam, *ideologicamente*, a tentativa do governo apropriar-se de uma parcela do PIB através de déficit orçamentário, financiado por emissão de moeda.

Esse debate sobre os fatores que impulsionam os processos inflacionários teve uma contribuição recente [318]. Seus testes empíricos trazem resultados a favor do mecanismo de transmissão pelo seguinte percurso: desvalorização da taxa de câmbio - aumento de preços domésticos de bens comercializáveis - aumento do nível geral dos preços - aumento do déficit orçamentário - emissão de moeda - sustentação de um nível alto de inflação. Portanto, nem moeda nem orçamento são *exógenos* num processo inflacionário. A influência da inflação sobre o déficit orçamentário é um elemento crítico no processo. Este é significativamente afetado pela adaptação das instituições financeiras, criando *substitutos da moeda*. O processo inflacionário é dirigido em parte pelas regras de *fixação de preços* dos agentes econômicos nos mercados de bens e fatores, independentemente da demanda agregada. Finalmente, a taxa de câmbio *real* não é constante e choques cambiais podem precipitar hiperinflação.

Embora esses resultados atestem a evidência real dos *Postulados de uma Teoria Alternativa da Moeda*, sabe-se que "nenhuma controvérsia importante na teoria econômica foi resolvida através do teste ou da mensuração empírica" [319]. **As controvérsias se resolvem não porque uma das teorias é falsificada, mas porque a outra comanda maior poder de convencimento. Controvérsias se resolvem retoricamente. Daí a importância de uma Teoria Alternativa da Moeda.**

Há, em certas circunstâncias, concordância de diagnósticos entre os quantitativistas e os alternativos. Os primeiros reconhecem a existência da endogeneidade da moeda, quando a taxa cambial e a taxa de juros estão fixas. Criticam não a política de juros *altos* ou *baixos*, mas a de juros *fixos*. Sabem, como seus oponentes, que se a taxa de juros (ou a cambial) é fixada, ao nível adequado para alcançar certas metas de política econômica, entre estas metas não pode estar o controle da quantidade de moeda, pois esta torna-se endógena. Por isto mesmo, a idéia de adoção de "múltiplas *âncoras*" - simultaneidade de

---

318 DORNBUSCH, R., STURZENEGGER, F. & WOLF, H.. Extreme Inflation: Dynamics and Stabilization. Brookings Papers on Economic Activity, 2:1990. pp. 1-64.

319 ARIDA, Pérsio. A História do Pensamento Econômico como Teoria e Retórica. REGO (org.). Revisão da Crise: Metodologia e Retórica na História do Pensamento Econômico. SP, Bienal, 1991. p. 28.

âncora cambial e *âncora monetária* - é inconsistente. No caso, o que os heterodoxos *endogenistas* discordam dos ortodoxos *monetaristas* é a respeito da possibilidade de ser diferente, ou seja, controlar a base monetária e deixar a taxa de juros inteiramente volátil.

O papel primário para a política monetária, sugerido por uma Teoria Alternativa da Moeda, é promover a estabilidade do mercado financeiro. Para isto, não há como o banco central deixar de seguir uma política monetária cujo objetivo é a *fixação* da taxa de juros (embora possa ser matizada seletivamente), mesmo que a consequência seja a extrema oscilação da base monetária.

Vale o alerta da mestra: "Hoje, até monetaristas da velha guarda, entre os quais vários ex-presidentes do Banco Central, reconhecem que a política monetária 'dura' não funciona, porque a moeda é endógena, isto é, criada pelo próprio funcionamento do mercado financeiro aberto. (...) Faz mais de uma década que a discussão sobre o papel dos bancos centrais do mundo é menos sobre a sua 'independência' e mais sobre sua 'impotência' ou 'interdependência' frente às modificações no mercado financeiro crescentemente globalizado" (TAVARES, M. C., FSP, 14/11/93).

Para finalizar, uma última breve nota sugerida por uma Teoria Alternativa da Moeda, para reflexão. Acontece, no Brasil, o oposto do que dizem os quantitativistas: o "excesso" de dinheiro que sanciona a inflação ocorre *depois* e não *antes* de os preços subirem.

Isto representa um pequeno exemplo de como o "oxigênio da excentricidade" precisa ser mantido fluindo, na explicação da realidade, mesmo que os defensores da grande ciência ortodoxa o achem sufocante, e o queiram expulsar do ambiente acadêmico. A literatura científica reconhece, atualmente, que é possível que os guardiães da ciência oficial, grande e burocrática, tenham ido longe demais na expulsão das heterodoxias esdrúxulas, "doidamente imaginativas".

A ciência se excede ao expulsar os heterodoxos. Uma pesquisa alternativa pode dar bons resultados. Vale à pena ultrapassar a encruzilhada e escolher os "caminhos alternativos". É preciso seguir adiante. Uma pesquisa teórica nunca se acaba, simplesmente se pára.

BIBLIOGRAFIA

AMADEO, E. J.. Teoria e método nos primórdios da macroeconomia (I): a transição do *Tratado sobre a Moeda* para a *Teoria Geral* de Keynes. Revista Brasileira de Economia. RJ, V. 40, n. 1, jan/mar 86.

AMADEO, E. J.. Teoria e método nos primórdios da macroeconomia (II): a tríade pós-wickselliana. Revista Brasileira de Economia. RJ, V. 40, n. 2, abr/jun 86.

AMADEO, Edward J.. Teoria e método nos primórdios da macroeconomia: Hicks e o difícil compromisso entre tempo e equilíbrio. Revista Brasileira de Economia. RJ, V. 46, n. 1, jan-mar 1992.

ANDRADE, Joaquim P. & LOPES, Carlos M.. Moeda e Crédito: A Versão "Clássica" de Thornton e Mill. in AMADEO, E. (ed.). Ensaios sobre Economia Política Moderna. SP, Marco Zero, 1989. pp. 69-87.

ANDRADE, Joaquim. Hicks e os Clássicos. Revista Brasileira de Economia. RJ, Vol. 46, n. 1, jan-mar 1992.

ARIDA, Pérsio. A História do Pensamento Econômico como Teoria e Retórica. in Rego, J. M. (org.). Revisão da Crise: Metodologia e Retórica na História do Pensamento Econômico. SP, Bienal, 1991.

ASIMAKOPULOS, A. Kalecki and Keynes on Finance, Investiment and Saving. Cambridge Journal of Economics. Vol. 7, 1983. pp. 221-233.

ASIMAKOPULOS, KREGEL e DAVIDSON. Finance, Liquidity, Saving and Investiment. Journal of Post Keynesian Economics. Vol. 9, n. 1, fall 1986. pp. 79-110.

ASTI VERA, Armando. Metodologia de la Investigación. Buenos Aires, Kapelusz, 1968.

BEAUGRAND, Philippe. Henry Thornton: Un Précurseur de J. M. Keynes. Paris, Presses Universitaires de France, 1981.

BIANCHI, Ana Maria. Hicks e a Revolução Invisível: Notas sobre a Contribuição Metodológica de J. R. Hicks. in REGO (org.). Revisão da Crise: Metodologia e Retórica na História do Pensamento Econômico. SP, Bienal, 1991.

BIANCHI, Carluccio. Teorias da Moeda. Lisboa, Editorial Presença, 1977.

BLAUG, Mark. Greats Economists Before Keynes. GB, Wheatsheaf Books, 1986.

BLAUG, Mark. Metodologia da Economia. SP, Edusp, 1993 (original de 1980, 2a. ed. rev.).

BRESSER PEREIRA, L. C. & NAKANO, Y.. Fatores Aceleradores, Mantenedores e Sancionadores da Inflação. Revista de Economia Política 13. Vol. 4, n 1, jan/mar 1984. pp. 5-21.

BOYER, Robert. A Teoria da Regulação: Uma Análise Crítica. SP, Nobel, 1990.

CARTELIER, Jean. Théorie de la Valeur ou Hétérodoxie Monétaire: les Termes d'un Choix. Economie Appliquée. Tome XXXVIII, n. 1, 1985.

CARVALHO, F. J. C.. O caminho da revolução: o *Treatise on Money* na revolução keynesiana. Ensaios de Teoria Pós-keynesiana. Fortaleza, EUFC, 1987.

CARVALHO, F. J. C.. Moeda, produção e acumulação: uma perspectiva pós-keynesiana. SILVA (org.). Moeda e Produção: Teorias Comparadas. DF, UnB, 1992.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Sobre a Endogenia da Oferta de Moeda: Réplica ao Professor Nogueira da Costa. Revista de Economia Política. 51, 13 (3), jul/set 1993.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Temas de Política Monetária Keynesiana. Ensaios FEE. Porto Alegre, (15)1: 33-61, 1994.

CASTAN, Nelson. O conceito de moeda e processo inflacionário: a necessidade de uma revisão conceitual abrangente. Ensaios FEE. PA, 6 (2): 79-102, 1985.

CHICK, Victoria. The Theory of Monetary Policy. Oxford, Basil Blackwell, 1973.

CHICK, Victoria. Macroeconomia Após Keynes: Um Reexame da Teoria Geral. RJ, Forense Universitária, 1993.

CHICK, Victoria. On Money, Method and Keynes: Selected Essays. London, Macmillan, 1992.

CHICK, Victoria. Sobre o lugar de *Valor e Capital* na teoria monetária. Revista Brasileira de Economia. RJ, 46(1):97-116, jan-mar 1992 [original de 1990].

CINTRA, Marcos A. M.. Uma Visão Crítica da Teoria da Repressão Financeira. Campinas, Dissertação de Mestrado no IE-UNICAMP, 1993.

COSTA, Fernando Nogueira da. Ensaios de Economia Monetária. SP, Bienal-Educ, 1992.

COSTA, F. N. (coord.). Relatório Final da Pesquisa sobre Política Monetária. Campinas, Convênio IPEA-PNUD, janeiro / 1993.

COSTA, Fernando Nogueira da. Inovações Financeiras e Política Monetária. Texto para Discussão. Campinas, IE-UNICAMP, n. 19, abril / 1993.

COSTA, F. N.. (Im)propriedades da Moeda. Revista de Economia Política. V. 13, n. 2 (50), abr-jun 1993. pp. 61-75.

COSTA, Fernando Nogueira da. Sobre o "Horizontalismo" da Oferta da Moeda: Tréplica ao Professor Cardim de Carvalho. Revista de Economia Política. 53, 14 (1), jan/mar 1994.

COSTA, Fernando Nogueira da. Postulados de Uma Teoria Alternativa da Moeda. Ensaios FEE. Porto Alegre, (15) 1: 62-79, 1994.

DAVIDSON, Paul. Money and The Real World. New York-Toronto, John Wiley & Sons, 1972.

DAVIDSON, Paul. in DAVIDSON, L. (ed.). The Collected Writings of Paul Davidson [CWPD]. Volume 1. London, Macmillan, 1990.

DESAI, Meghnad. The scourge of the monetarists: Kaldor on monetarism and on money. LAWSON, T., PALMA, J. C. & SENDER, J. (ed.). Kaldor's Political Economy. London, Academic Press Limited, 1989.

DORNBUSCH, R., STURZENEGGER, F. & WOLF, H.. Extreme Inflation: Dynamics and Stabilization. Brookings Papers on Economic Activity, 2:1990. pp. 1-64.

DUTT, A. K. & AMADEO, E. J.. Keynes's Third Alternative? The Neo-Ricardian Keynesians and the Post Keynesians. England, Edward Elgar, 1990.

EATWELL, MILGATE & NEWMAN (ed.) The New Palgrave: Money. London, Macmillan, 1989.

EICHNER, Alfred. Una Teoría de la Determinacíon del Margen de Ganancia en el Oligopolio. Economic Journal. Vol. 83, n 332, dez/1973.

FARIA, Luiz A. E.. A cruzada do cruzado: uma anotação sobre moeda, crédito e inflação. Ensaios FEE. PA, 7 (2): 149-158, 1986.

FARIA, Luiz Augusto. Moeda e inflação numa visão marxista contemporânea. Ensaios FEE. PA, 9 (2): 80-96, 1988.

FLANDERS, M. June. International Monetary Economics: 1870-1960 (Between the Classical and the New Classical). Cambridge University Press, 1989.

FRIEDMAN, Milton **et alii**. Un Marco Teorico para el Analisis Monetario. **in** GORDON, R. J. (ed.). El Marco Monetario de Milton Friedman: Un Debate con sus Críticos. Mexico, Premia Editora, 1978 (original de 1974).

GALBRAITH, John K.. Moeda, de Onde Veio, Para Onde Foi. SP, Pioneira, 1983 (original de 1975).

GRAZIANI, Augusto. La théorie keynésienne de la monnaie et le financement de l'économie. Economie Appliquée. tome XLIV, n.1, pp. 25-41.

GRELLET, Gérard. La monnaie est-elle à l'origine du chômage? Economie Appliquée. Tome XXXVIII, n. 1, pp. 301-308, 1985.

HANSEN, A. H.. Guia para Keynes. SP, Vértice, 1987 (original de 1953).

HANSSON, Björn. The Stockholm School and The Development of Dynamic Method. **in** SANDELIN, Bo (ed.). The History of Suedish Economic Thought. London/NY, Routledge, 1991. Chap. 7.

HANSSON, Björn A.. The Swedish Tradition: Wicksell and Cassel. **in** HENNINGS, K. & SAMUELS, W. (ed.). Neoclassical Economic Theory: 1870 to 1930. Boston, Kluwer Academic Publishers, 1990.

HARCOURT, G. C. & KENYON, P.. La Fijación de Precios y la Decisión de Inversion. Kyklos. Vol. 39, 1976.

HARCOURT, G. C.. O legado de Keynes: métodos teóricos e assuntos inacabados. **in** AMADEO (ed.). John M. Keynes: Cinquenta Anos da Teoria Geral. RJ, INPES/IPEA, 1989.

HARROD, R. F.. La Vida de John Maynard Keynes. México, Fondo de Cultura Económica, 1958.

HEISE, Arno. Commercial banks in macroeconomic theory. Journal of Post Keynesian Economics. Vol. 14, n. 3, spring 1992.

HELM, Dieter. Introduction. The Economics of John Hicks. Oxford, Basil Blackwell, 1984.

HICKS, John. Keynes e os Clássicos. Clássicos de Literatura Econômica. RJ, IPEA-INPES, 1988 [original de 1937].

HICKS, John. Valor e Capital. SP, Abril Cultural, 1984 [original de 1939].

HICKS, John. Ensayos Críticos sobre Teoria Monetaria. Barcelona, Ariel, 1975 (original de 1967).

HICKS, John. A Crise na Economia Keynesiana. SP, Vértice, 1987 [original de 1974].

HICKS, John. Perspectivas Econômicas: Ensaios sobre Moeda e Crescimento. RJ, Zahar, 1978 [original de 1977].

HICKS, John. Methods of Dynamic Economics. Oxford, Oxford University Press, 1985.

HICKS, John. Dinero, Interés y Salarios. México, Fondo de Cultura Económica, 1989 [original de 1982].

HICKS, John. Clásicos y Modernos: Ensayos sobre Teoría Económica. México, Fondo de Cultura Económica, 1989 [original de 1983].

HOLLANDER, Samuel. Classical Economics. UK/NY, Basil Blackwell, 1987.

HUMPHREY, T. H.. The Quantity Theory of Money: Its Historical Evolution and Role in Policy Debates. **in** CHRYSTAL (ed.). Monetarism I. London, Edward Elgar, 1990. **apud** COSTA, Fernando Nogueira da. Introdução e Tradução. Texto Didático de Economia Monetária. Campinas, IE-UNICAMP, 1992.

KAHN, Richard. The Making of Keynes' General Theory. Cambridge, Press Syndicate of the University of Cambridge, 1984.

KALDOR, Nicholas. Le Fleau du Monetarisme. Paris, Economica, 1985. / The Scourge of Monetarism. Oxford, Oxford University Press, 1982.

KALECKI, M. , KEYNES, J. M. & OHLIN, B.. Artigos de 1936/7. Clássicos de Literatura Econômica. RJ, IPEA-INPES, 1988. pp. 291-341.

KENNEDY, Paul. Ascensão e Queda das Grandes Potências: Transformação Econômica e Conflito Militar de 1500 a 2000. RJ, Campus, 1989.

KEYNES, J. M.. Breve Tratado sobre la Reforma Monetaria. México, Fondo de Cultura Económica, 1992.

KEYNES, J. M.. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. SP, Abril Cultural, 1983 (original de 1936).

KREGEL, J. A.. Markets and institutions as features of a capitalistic production system. Journal of Post Keynesian Economics. Vol. III, n. 1, Fall 1980.

LAVOIE, M.. Change, Continuity, and Originality in Kaldor's Monetary Theory. **in** NELL, E. & SEMMLER, W. (ed.). Nicholas Kaldor and Mainstream Economics: Confrontation or Convergence? . London, Macmillan, 1991.

LAVOIE, Marc. A moeda em um programa de pesquisa comum para o pós-keynesianismo e o neo-ricardianismo. Revista de Economia Política. Vol. 12, n. 3 (47), jul-set / 1992.

LEFEBVRE, H.. Lógica Formal - Lógica Dialética. RJ, Civilização Brasileira, 1975.

LEVY-GARBOUA, V. & MAAREK, G.. Les Paradigmes monétaires: Keynes, Friedman et les autres. Economie Appliquée. Tome XXXV, n. 4, 1982. pp. 599-642.

LINDAHL, Eric. Estudios sobre la Teoria del Dinero y del Capital. Madrid, M. Aguilar, 1946 (original em inglês de 1939).

LIPIETZ, Alain. Le Monde Enchanté de la Valeur à l'Envol Inflationniste. Paris, Maspero, 1983.

LIPIETZ, Alain. Moeda crédito: uma condição que permite a crise inflacionária. Ensaios FEE. PA, 7 (2): 51-68, 1986.

LOPES, C. M. & ANDRADE, J. P.. Moeda, crédito e ciclos em Marshall. **in** SILVA, M. L. F. (org.). Moeda e Produção: Teorias Comparadas. DF, Ed. UnB, 1992.

LOPES, Francisco. O Desafio da Hiperinflação. RJ, Campus, 1989.

LUNDBERG, E.. Studies in the Theory of Economic Expansion. (1937). Reprinted in New York, Kelley & Millman, 1955.

MADI, Maria Alejandra Caporale. Política Monetária no Brasil: uma Interpretação Pós-keynesiana. Campinas, Tese de Doutoramento no IE-UNICAMP, novembro / 1993.

MILES, David K. & WILCOX, Joe. **in** GREEN, C. J. & LLEWELLYN, D. T. (ed.). Monetary Theory and Policy. Oxford, Basil Blackwell, 1991.

MILL, John Stuart. Princípios de Economia Política: com Algumas de suas Aplicações à Filosofia Social. SP, Abril Cultural, 1983 (original de 1848).

MINSKY, Hyman. John Maynard Keynes. New York, Columbia University Press, 1975.

MINSKY, Hyman. Stabilizing an Unstable Economy. New Haven/London, Yale University Press, 1986.

MINSKY, Hyman. Beginnings. **in** KREGEL, J. A. (ed.). Recollections of Eminent Economists. London, Macmillan Press, 1988.

MOLLO, Maria L. R.. Estado e Economia: O Papel Monetário do Estado. Estudos Econômicos. SP, USP, jan-abr 1990.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. As Controvérsias Monetárias do Século XIX. Ensaios FEE. PA, (15) 1: 80-97, 1994.

MOORE, Basil. Has the demand for money been mislaid? A reply to "has Moore become too horizontal?". JPKE. Vol. 14, n. 1, Fall 1991. pp. 125-133.

MOORE, Basil. Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money. Cambridge, Cambridge University Press, 1988.

MUSSELLA, M. & PANICO, C.. Kaldor on Endogenous Money and Interest Rate. Paper to be presented at the Conference on "Alternative Traditions in Macroeconomics: Diversity and Convergence", University of Hohenheim, Stuttgart, 26-28 July 1990.

MYRDAL, Gunnar. Monetary Equilibrium. NY, Augustus M. Kelley, 1965 (original sueco de 1931 e inglês de 1939).

MYRDAL, Gunnar. Aspecto Político no Desenvolvimento da Teoria Econômica. RJ, Zahar, 1962.

O'BRIEN, D. P.. Monetary Economics. **in** CREEDY, J. & O'BRIEN, D. P. (ed.). Economic Analysis in Historical Perspective. London, Butterworths, 1984.

OCAMPO, José A.. De Keynes al Análisis Poskeynesiano. **in** OCAMPO (selecion). Economía Poskeynesiana. Mexico, Fondo de Cultura Económica, 1988.

OHLIN, Bertil. Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investment. The Economic Journal. Vol. 47, n. 185, march 1937 (Part I) and n. 186, june 1937 (Part II).

OKUN, Arthur M. Inflation: Its Mechanics and Welfare Costs. Brooking Papers on Economic Activity. n 2, 1975.

OSER, Jacob & BLANCHFIELD, William. História do Pensamento Econômico. SP, Atlas, 1989.

PATINKIN, Don. Dinero, Interes y Precios. Madrid, Aguillar, 1963.

RANGEL, Ignacio. A Inflação Brasileira. RJ, Tempo Brasileiro (ex. n. 0214), 1963.

ROBINSON, J.. Heresias Econômicas. Lisboa, Assírio & Alvim, 1976.

ROGERS, Colin. Money, Interest and Capital: A Study in the Foundations of Monetary Theory. Cambridge University Press, 1989.

ROUSSEAS, Stephen. Post Keynesian Monetary Economics. London, Macmillan, 1986.

SALOMON, Délcio V.. Como Fazer uma Monografia. SP, Martins Fontes, 1993.

SCHUMPETER, Joseph. História da Análise Econômica. RJ, Fundo de Cultura, 1964 (original de 1954).

SHACKLE, G. L. S.. Um Esquema de Teoria Econômica. RJ, Zahar, 1969 (original de 1965).

SHACKLE, G. L. S.. La Naturaleza del Pensamiento Económico: Escritos Escogidos (1955-1964). México, Fondo de Cultura Económica, 1981 (original de 1966).

SHACKLE, G. L. S.. Origens da Economia Contemporânea [The Years of the High Theory]. SP, Hucitec, 1991 [original de 1967].

SHACKLE, G. L. S.. Epistemica y Economia (Critica de las Doctrinas Economicas). Mexico, Fondo de Cultura Economica, 1976 (original de 1972).

SILVEIRA, Antonio Maria da. A Indeterminação de Senior. Revista de Economia Política. Vol. 11, n. 4 (44), out-dez / 1991.

SILVEIRA, Antonio Maria da. Wagner e Schmoller sob a Luz da Indeterminação de Senior. Estudos Econômicos. SP, Vol. 23, n. 2, mai-ago / 1993.

SIMONSEN, Mário H.. Teoria da Inflação e Política Anti-inflacionária. A Inflação Brasileira e a Atual Política Anti-inflacionária. DF, mimeo, 1979.

SMITH, Adam. A Riqueza das Nações: Investigação sobre sua Natureza e suas Causas. SP, Abril Cultural, 1983 (original de 1776).

SOROMENHO, Jorge E. C.. Uma Análise da Evolução do Conceito de Equilíbrio Monetário no Pensamento Sueco. SP, Dissertação de Mestrado pela FEA/USP, 1986.

STEINDL, Joseph, Maturidade e Estagnação no Capitalismo Americano. SP, Abril Cultural, 1983 (original de 1952).

STUDART, Rogério. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. Revista de Economia Política. Vol. 13, n. 1 (49), jan-mar / 1993.

SYLOS-LABINI, Paolo. Oligopólio e Progresso Técnico. SP, Abril Cultural, 1984 (original de 1961).

THIRLWALL, Anthony P.. Nicholas Kaldor. Washington Square, New York University Press, 1987.

THORNTON, Henry. An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Creat Britain. Original de 1802. Editado por F. A. Hayek. NY, Kelley Publishers, 1965.

TOOKE, Thomas. Considerations on the State of Currency (1826). An Inquiry into the Currency Principle (1844).

UHR, Carl G.. Economic Doctrines of Knut Wicksell. LA, University of California Press, 1962.

UHR, Carl G. **in** Bo Sandelin (ed.). The History of Swedish Economic Thought. London/NY, Routledge, 1991. p. 89.

VISSER, Hans. Marx on Money. **in** KING, J. E. (ed.). Marxian Economics (Schools of Thought in Economics 9). London, Edward Elgar, 1990.

VROEY, Michel de. Inflation a non-monetarist monetary interpretation, Cambridge Journal of Economics. 8 (4): 381-99, dec. 1984.

WICKSELL, Knut. Lições de Economia Política. SP, Nova Cultural, 1986.

WICKSELL, Knut. The Influence of the Rate of Interest on Prices. **in** CHRYSTAL, K. Alec (ed.). Monetarism Volume I. London, Edward Elgar, 1990. (original de 1907).

WICKSELL, Knut. Interest and Prices. London, MacMillan, 1936. (original de 1898).

WOOD, Adrian. Uma Teoria dos Lucros. RJ, Paz e Terra, 1980 (original de 1975).

WRAY, L. RANDALL. Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach. England, Edward Elgar, 1990.

ZINI, Álvaro. Moeda Indexada e Governo Collor. **in** FARO, C. (org.). Plano Collor: Avaliações e Perspectivas. RJ, LTC, 1990. pp. 9-15.