

A Não-Neutralidade da Moeda em Economias Monetárias de Produção: A Moeda nos Modelos Pós-Keynesianos

FERNANDO J. CARDIM DE CARVALHO (*)

Resumo

Este trabalho examina o papel da moeda na definição de uma economia monetária de produção, termo criado por Keynes para distinguir o novo paradigma que propôs com a Teoria Geral de 1936, da visão clássica de economia, por ele denominada de economia cooperativa. Na economia monetária de produção a moeda não é neutra nem no curto nem no longo períodos, significando que fatores monetários afetam não apenas o nível de produto e emprego que uma economia atinge, como também a forma pela qual ela acumula riqueza. Os postulados definidores deste tipo de economia são apresentados e as formas pelas quais a moeda é criada e se insere no sistema econômico são exploradas, particularmente no que se refere à questão da endogeneidade da moeda.

Palavras-chave: moeda, Keynes, pós-keynesianos, economia monetária de produção.

Abstract

This paper examines the role of money in the definition of a monetary production economy, expression created by Keynes to distinguish his new economic paradigm from that serving as a foundation for Classical economics to which he referred as a 'cooperative' economy. In a monetary production economy money is non-neutral in the short as in the long period, meaning that monetary factors affect not only the level of employment but also the forms through which the community chooses to accumulate wealth. The fundamental postulates defining this type of economy are presented and the forms in which money is created and integrated into the system are explored with special attention being given to the question of the endogeneity of money.

Key words: money, Keynes, post keynesian, monetary production economy.

O autor é Professor Adjunto da Universidade Federal Fluminense.

(*) Versão ampliada de trabalho apresentado no ciclo "Moeda e Produção: Teorias Comparadas". Departamento de Economia da Universidade de Brasília, 1988. O autor agradece as sugestões de dois *referees* anônimos.

I. Introdução: Keynes, Keynesianos e Pós-keynesianos

A denominação "pós-keynesianos" emerge, com frequência, na literatura econômica moderna. No entanto, raramente ela é utilizada com rigor ou consistência. Alguns a usam no sentido literal, englobando todos aqueles que produziram teoria macroeconômica, após a publicação, em 1936, da *Teoria Geral* de Keynes. Naturalmente, esta acepção é desprovida de conteúdo analítico, se constituindo apenas em um guarda-chuva que abriga todos aqueles interessados em problemas como desemprego, inflação etc. Este é o sentido em que a expressão é utilizada, por exemplo, por Samuelson (veja-se SAMUELSON, 1968).

Neste trabalho, nos valemos daquele rótulo em sentido bem mais restrito, referindo-nos a autores cujo traço em comum não é apenas o foco sobre certos temas, mas também o compartilhar de certos pontos de partida teóricos e de princípios metodológicos associados principalmente a Marshall, sobre os quais se tenta elaborar um modelo coerente e completo de teoria econômica. Para este grupo, a posição de Keynes no desenvolvimento do pensamento econômico não seria devida apenas à sua "realística" preocupação com problemas concretos e imediatos, como a depressão ou o desemprego dos anos 30, mas as premissas que aquele autor identificou para servir como guia não apenas para a intervenção político-econômica, mas também, e sobretudo, para erigir uma teoria econômica alternativa à então (como hoje) visão dominante.

Em outras palavras, este grupo tenta resgatar a importância de Keynes como teórico de economia, e não apenas como um agitador capaz e influente. Neste sentido, seria mais natural chamar-se tal escola simplesmente de "keynesiana". No entanto, este rótulo acabou por identificar grupos de teorias radicalmente diferentes daquela que se apresentará a seguir, por se desenvolverem a partir de tentativas de integração da macroeconomia de Keynes com uma microeconomia "clássica", de inspiração walrasiana. Esta integração deu origem ao que Samuelson chamou de "síntese neoclássica", nome pelo qual esse grupo é hoje conhecido.

Com a síntese neoclássica, Keynes tornou-se pouco mais de um adjetivo sem maior significado, evocando noções como desemprego involuntário, deficiência de demanda efetiva, mas não o diagnóstico oferecido por ele. A síntese neoclássica acabou divulgando como "keynesianas" proposições não apenas estranhas a Keynes, como, na verdade, explicitamente recusadas por ele, como a

atribuição do desemprego a imperfeições dos mercados, seja de bens seja de trabalho. Como apontou Tobin recentemente:

"Uma suposição central da "síntese neoclássica" em macroeconomia era a separação entre tendências de longo prazo na oferta e flutuações de curto prazo na demanda. Expondo sem maior excesso de simplificação, a visão era de que a tendência do produto efetivo é determinada pela oferta, governada pelo acréscimo de trabalho, capital e tecnologia. A tendência representava equilíbrio, analisável e compreensível por ferramentas neoclássicas focalizando as escolhas intertemporais de poupadores e investidores. Flutuações de curto prazo em torno da tendência era desequilíbrios determinados pela demanda, analisáveis e compreensíveis por ferramentas keynesianas, melhoradas e modernizadas" (TOBIN, 1980, p. 27).

Esta dicotomia entre o curto e o longo prazo se explicaria pela presença, no curto prazo, de pontos de rigidez no sistema econômico, que impediriam ajustes imediatos a choques exógenos:

"De acordo com a visão keynesiana, flutuações no produto emergem em grande medida por causa de flutuações da demanda agregada nominal. Estas mudanças na demanda têm efeitos reais porque salários nominais e preços são rígidos" (BALL, MANKIWI & ROMER, 1988, p. 1).

A principal distinção entre Keynes e os "clássicos" seria que os últimos considerariam ajustes imediatos a choques de demanda agregada, preservando à economia a posição de pleno emprego (ou, em termos mais modernos, a taxa natural de desemprego), enquanto Keynes, mais "realisticamente", se preocuparia em apontar razões pelas quais tal ajuste poderia ser demorado, exigindo a ajuda da política econômica. Sintetizando, como o fez Tobin (que, incidentalmente, dentro da síntese neoclássica é o autor que mais atrativos oferece para uma visão heterodoxa):

"O problema que dividiu Keynes e os economistas clássicos era se os mecanismos de mercado de preços, salários e taxas de juros poderiam levar a economia de volta a um equilíbrio de pleno emprego em tempo razoável. Keynes acreditava que o mecanismo de mercado seria, na melhor das hipóteses, lento..." (TOBIN, 1988, p.82).

A síntese neoclássica foi duramente criticada nos anos 60 e ao final da década dos 70. A vanguarda teórica em macroeconomia passou a ser ocupada primeiro pelos monetaristas friedmanianos e depois pelos monetaristas "novos clássicos", de Lucas e Sargent. Uma reação ainda é esboçada, a partir de autores que se denominam "novos keynesianos", mas ainda sem maior sucesso ⁽¹⁾. De qualquer modo, também os novos keynesianos perseguem o mesmo objetivo dos velhos keynesianos, da síntese neoclássica, qual seja: a construção de modelos de demanda efetiva baseados na rigidez de preços, ainda que agora com maior sofisticação teórica, explorando as bases racionais para a existência de formas de concorrência imperfeita, na busca de fundamentos microeconômicos para a explicação dos fenômenos macroeconômicos apontados por Keynes.

A escola pós-keynesiana parte de uma avaliação radicalmente diferente da proposta teórica de Keynes. Em contraste com seus leitores neoclássicos, que viram na *Teoria Geral* apenas a exploração mais persistente de certas disfunções cuja existência era conhecida e admitida pela ortodoxia de então (como a de agora!), os pós-keynesianos (capitaneados por pioneiros como Kahn, Robinson e Shackle) tomam a sério a pretensão de Keynes de formular novos pontos de partida para a análise econômica, mais adequados às características de modernas economias capitalistas. Esta, como se verá, era a avaliação que o próprio Keynes fazia de seu trabalho e é em função dela que devemos avaliar primariamente seu sucesso.

Para os pós-keynesianos, que têm entre seus autores mais conhecidos Paul Davidson, Jan Kregel, Hyman Minsky, Victoria Chick e Sidney Weintraub, Keynes tentou construir um novo paradigma para a ciência econômica. Minsky batizou este paradigma de *Wall Street*, em contraposição ao que chamou de paradigma da "feira da aldeia", que julga característico da economia de pequenos comerciantes independentes, habitantes do mundo neoclássico, alegando que:

"O aspecto essencial da Teoria Geral de Keynes é uma profunda análise de como forças financeiras que podemos caracterizar de Wall Street - interação com a produção e o consumo para determinar o produto, o emprego e os preços" (MINSKY, 1986, p. 100).

O ponto crucial do pensamento pós-keynesiano é o papel da moeda em economias capitalistas modernas. Para a visão clássica, a moeda era uma con-

(1) O desenvolvimento da síntese neoclássica, desde sua origem em Hicks até seus desenvolvimentos principais na década de 50, é examinado pelo autor em CARVALHO (1987/88). Os principais trabalhos dos novos clássicos estão coletados em LUCAS & SARGENT (1981). As proposições dos novos keynesianos têm seu principal veículo de divulgação no periódico *Brookings Papers on the Economic Activity*.

veniência que tornava as trocas mais eficientes. Já para Keynes, em uma economia moderna a moeda exerce papéis bem mais complexos do que apenas a circulação de mercadorias. Tentando determinar e entender estes papéis e as condições que lhes dão origem, Keynes chegou à *Teoria Geral*. A retomada da obra de Keynes, proposta pelos pós-keynesianos, busca recuperar esta discussão. A intenção, porém, não é apenas a recuperação de um momento importante da história do pensamento econômico moderno, e muito menos se envolver em debates exegéticos e dogmáticos a respeito do que Keynes "realmente disse ou quis dizer", mas, sim, tomar o debate como ponto de partida para desenvolvimentos teóricos alternativos à síntese neoclássica que a desprezou. Como expresso por Minsky, a tradição pós-keynesiana propõe:

"que Keynes nos dá os ombros de um gigante sobre os quais podemos nos apoiar para ver mais longe e de modo mais profundo o caráter essencial de economias capitalistas avançadas" (MINSKY, 1986) ⁽²⁾.

II. Antecedentes da *Teoria Geral*

Os primeiros escritos de Keynes em economia se caracterizavam pelo estrito respeito à ortodoxia marshalliana. Voltado para temas de teoria monetária, Keynes movia-se dentro da chamada versão Cambridge da teoria quantitativa que, em contraste com a versão Fischer, de natureza muito mais mecanicista, tinha fundo comportamental. Nesta teoria buscava-se conhecer os determinantes da demanda por moeda e como esta se comportava face a mudanças de contexto como, por exemplo, um eventual excesso de oferta monetária.

(2) Deve-se advertir que, na realidade, estamos considerando neste trabalho não "a" leitura não-neoclássica de Keynes, mas uma delas. Há pelo menos outros dois grupos que poderiam ser chamados de pós-keynesianos por recusar a leitura neoclássica de Keynes. De um lado, temos a tradição da teoria do crescimento iniciada por Harrod, proposta como uma generalização da *Teoria Geral* para condições de longo período. Esta tradição desenvolveu-se através do debate entre autores heterodoxos como N. Kaldor, J. Robinson e L. Pasinetti e economistas da síntese neoclássica, notadamente R. Solow. O segundo grupo consiste nos chamados keynesianos neo-ricardianos, autores como P. Garegnani e J. Eatwell, que tentam uma síntese entre modelos de deficiência de demanda efetiva de longo período e o modelo sraffiano de preços de produção. Tanto a tradição do crescimento quanto a neo-ricardiana, porém, tem pouco ou nenhum interesse por variáveis monetárias, apontando para preocupações bastante diversas daquelas que levaram, segundo o próprio Keynes, como se verá adiante, à preparação da *Teoria Geral*. Por esta razão, elas não serão tratadas aqui. Para algumas diferenças importantes entre as três tradições, a do crescimento, a sraffiana e a de Keynes, veja-se CARVALHO (1984/1985).

A passagem de Keynes pela teoria quantitativa está registrada principalmente no *Tratado sobre Reforma Monetária*, (*A Tract on Monetary Reform*) de 1923⁽³⁾. O foco de Keynes era a reação do público a desequilíbrios no mercado monetário, que, por hipótese, eram, no entanto, temporários. Em equilíbrio, no longo prazo, a moeda era suposta neutra, servindo apenas para "girar" o valor nominal da produção de um dado período. É a conhecida formulação $M = kY$, onde M é a demanda por moeda, k o inverso da velocidade-renda da moeda e Y a renda nominal. Dados os hábitos e instituições da economia, variações de M teriam de se refletir em variações equivalentes de Y . No longo prazo, o nível de preços se ajustaria plenamente às variações de M , preservando o nível de renda real correspondente ao cálculo dos agentes dos benefícios resultantes do esforço necessário à produção, ambas variáveis estritamente reais.

No curto prazo, porém, o público reagia de diversas formas a uma variação de M , inclusive pela flutuação do produto real e pela alteração de seus hábitos de pagamento, mudando o valor de k . O público poderia reter moeda ou despender reservas, quebrando a proporcionalidade anterior entre M e Y , que só seria restabelecida no longo prazo. É, porém, convém lembrar, nesta obra que Keynes faz sua famosa observação de que "*a longo prazo estaremos todos mortos*", advertindo que os processos de convergência a equilíbrio podem ser excessivamente longos, perpetuando desconfortos e desajustes.

Neste trabalho, a moeda ainda era fundamentalmente neutra. Apenas no curto prazo ela poderia afetar a renda real da economia, pois seu papel era efêmero: o de circular o fluxo de produção do período. "Sinais" incorretos gerados por políticas monetárias (por exemplo, um aumento da oferta de moeda induzindo uma expectativa incorreta de aumento real da demanda agregada) perturbariam o fluxo de produção e vendas do período, sem necessariamente deixar seqüelas (se a produção foi excessiva, na expectativa de uma demanda real que não se materializou, reduza-se a produção no período seguinte; o "erro" de um período não implica problemas para os períodos seguintes).

(3) Richard Khan, o mais próximo colaborador de Keynes, e formulador do famoso multiplicador de emprego, observou que "*Keynes mostrou-se em seu Tratado sobre Reforma Monetária um crente fanático na Teoria Quantitativa, no pleno sentido causal da determinação do nível de preços pela quantidade de moeda. No Tratado, Keynes é ... tão ortodoxo sobre o tema da Teoria Quantitativa quanto qualquer economista anterior. Ele era muito mais estritamente monetarista que Marshall e Pigou*" (KAHN, 1984, p. 53).

Em sua obra seguinte, *Tratado sobre Moeda (A Treatise on Money)*, publicada em 1930, Keynes ainda rende homenagens à teoria quantitativa, mas uma mudança fundamental tinha se passado. Em um certo sentido, esta talvez tenha sido a mudança crucial no pensamento de Keynes, cujas implicações só serão, porém, inteiramente explicitadas na preparação da *Teoria Geral* e nos debates em que Keynes se envolveu nos anos imediatamente posteriores.

No *Tratado sobre a Moeda* Keynes já não vê a moeda apenas como meio para circulação da renda, gerada em um dado período, mas principalmente como uma representação de poder de compra, e, assim, uma forma de conservação de riqueza no tempo (a conhecida função de "reserva-de-valor" dos livros-texto de teoria monetária). Duas características são ressaltadas neste novo tratamento. Primeiramente, a relação entre a moeda enquanto poder de compra e a existência de contratos denominados e liquídáveis em moeda. **O poder de transporte de poder de compra no tempo** (o que Davidson mais tarde apelidou de máquina do tempo de liquidez) mais do que no espaço, passa a ser o foco das preocupações na determinação do valor da moeda. A segunda implicação deste tratamento é a de que a moeda assim concebida torna-se uma forma de retenção de riqueza; um ativo, portanto, alternativo a outras formas de acumulação. Com isto, a teoria quantitativa, que relacionava fluxos de renda com estoques de moeda, é substituída por uma teoria de escolha de ativos, relacionando estoque de moeda com estoques de outras formas de riqueza (inclusive ativos de capital real, isto é, bens de investimento).

Em 1930, Keynes ainda escrevia que, no equilíbrio final, valia a teoria quantitativa. Seu interesse era examinar os processos dinâmicos de reação a perturbações, caso para cujo exame a teoria quantitativa era conceitualmente despreparada. Apenas quando todos os desequilíbrios tivessem sido eliminados, naquele mesmo longo prazo quando todos estivéssemos mortos, a teoria voltaria a ser relevante. Keynes não acenava, assim, com a inadequação teórica da teoria quantitativa, mas com sua irrelevância prática, ao se concentrar em situações de equilíbrio de longo prazo. No entanto, mesmo esta homenagem de Keynes ao seu próprio passado parecia duvidosa. Em seu novo modelo, uma nova forma de não-neutralidade havia surgido. Ao se mostrar uma alternativa para outros ativos, o comportamento da moeda passava a afetar a demanda por outros ativos e, assim, o ritmo e a natureza do próprio processo de acumulação de capital. A moeda agora tem duas leis de circulação, que Keynes chama de circulação industrial e circulação financeira. Na primeira, preserva-se o espaço

da moeda como meio de troca, girando produtos e serviços. Na segunda, porém, a moeda gira ativos. Nesta, a sua velocidade depende menos de hábitos e instituições de pagamento e mais de expectativas com relação a retornos de ativos. Para aqueles que esperam movimentos adversos dos preços de títulos (elevação das taxas de juros) no futuro é mais aconselhável reter moeda do que fazer investimentos nos ativos sujeitos a perdas de capital. Altera-se, com isso, o ritmo e, possivelmente, a natureza do processo de acumulação. Como então se poderia estabelecer posições de equilíbrio de longo período que fossem independentes do comportamento de variáveis monetárias? Como poderiam os efeitos das variáveis monetárias sobre a acumulação de capital serem simplesmente revertidas para que, no longo prazo, a neutralidade fosse restaurada, como queria a teoria clássica da moeda? ⁽⁴⁾

Keynes, no *Tratado sobre a Moeda*, ainda não está preparado para extrair todas as conclusões que seu novo tratamento da moeda sugeria. Para pós-keynesianos, porém, o *Tratado* representou um momento fundamental por duas razões. Em primeiro lugar, porque marca a necessidade de escolha entre a aceitação de algo empiricamente evidente (que a moeda realmente se constituía numa reserva de valor, vale dizer, num ativo) e a adoção de uma teoria que recusa esta possibilidade, como a teoria quantitativa. Keynes, ao tentar sustentar o jogo duplo, demonstrou a inevitabilidade da ruptura. Em segundo lugar, o *Tratado* mostrou também por onde se daria a ruptura daqueles que decidissem romper com a ortodoxia: na exploração das condições em que a moeda realmente se constituía em uma forma alternativa de riqueza e suas implicações, vale dizer, em que a moeda não fosse neutra nem no curto nem no longo períodos.

III. Fundamentos da Macroeconomia Pós-Keynesiana: O Conceito de Economia Monetária de Produção

A opção de Keynes foi a de romper com a ortodoxia quando a incapacidade desta em lidar com a moeda, enquanto um ativo, ficou patente, após a publicação do *Tratado sobre a Moeda*. O trabalho no que viria a ser a *Teoria Geral* começou quase imediatamente após o *Tratado* ter vindo a público.

(4) Keynes não abandona a preocupação com o longo período enquanto conceito teórico, nem muito menos com problemas duráveis, estruturais. É a forma da solução proposta pelas tradições clássica e neoclássica, calcada na neutralidade da moeda, e a proposição da existência de processos de gravitação em direção àquelas soluções, no longo prazo, que são abandonadas por Keynes. O autor discute estas questões em detalhe em CARVALHO (1990a e 1990b). Veja-se, também, a citação de Keynes, abaixo, a respeito da necessidade de um conceito de economia monetária de produção por referência a problemas de longo período.

Os anos cruciais da transição para a *Teoria Geral* parecem ter sido 1932 e 1934. É neste período que Keynes tateia em busca de novos caminhos teóricos que lhe permitissem estabelecer a não-neutralidade da moeda. Esta era praticamente um dado de observação, um fato da vida que uma teoria significativa deveria explicar, ao invés de varrê-la para baixo do tapete, como fazia a ortodoxia.

Em 1933, Keynes já parecia ter suficientemente clara a direção em que seu trabalho teria de evoluir. Em artigo publicado nesta época, Keynes revelava o núcleo de suas reflexões:

"A distinção que é normalmente feita entre uma economia de troca e uma monetária depende do emprego de moeda como um conveniente meio de efetuar intercâmbio - como um instrumento de grande conveniência, mas transitório e neutro em seus efeitos ... [A moeda] não é suposta fazer a natureza essencial da transação deixar de ser, na mente dos que a fazem, entre coisas reais, ou modificar os motivos e decisões dos participantes. A moeda, assim, é empregada, mas é tratada como sendo, em algum sentido, neutra. ... A teoria que desejo lidar, em contraste com esta, com uma economia em que a moeda joga um papel próprio e afeta motivos e decisões e é, em resumo, um dos fatores operativos na situação, de modo que o curso dos eventos não possa ser predito, seja no longo período como no curto, sem um conhecimento do comportamento da moeda entre o primeiro estado e o último. Isto é o que deveríamos querer dizer quando falamos de uma economia monetária" (CWJMK, XIII, p. 408-409).

Keynes, no mesmo artigo, advertia contra o procedimento usual da teoria clássica:

"A idéia de que é comparativamente fácil adaptar as conclusões hipotéticas de uma economia de salário real [aquela em que a moeda é neutra, e os motivos são todos "reais"] ao mundo real da economia monetária é um erro" (ibid., p. 410).

Uma economia monetária não seria, assim, apenas uma versão mais complexa de uma economia de trocas reais, como a feira da aldeia medieval ou das decisões de um Robinson Crusóé, escolhendo entre pescar ou fazer uma rede, de acordo com suas preferências intertemporais. Numa economia monetária, variáveis monetárias afetam não apenas a forma das decisões, mas sua pró-

pria natureza. Uma economia monetária não pode ser redutível, nem no longo prazo, a uma economia real.

Keynes havia percebido claramente que o problema com a teoria econômica clássica não estava em suas proposições, mas, sim, em seus axiomas. Não era a superestrutura teórica a questão, mas os fundamentos da teoria que estavam em jogo. Keynes já não considerava, como antes, no *Tract* e mesmo no *Treatise*, a teoria clássica válida em um equilíbrio que demoraria a ser atingido. Como Keynes sintetizou depois na primeira página da *Teoria Geral*:

"Argumentarei que os postulados da teoria clássica são aplicáveis a um caso especial apenas e não ao caso geral, sendo a situação que assume um ponto limite das proposições possíveis de equilíbrio. Além disso, acontece que as características do caso especial assumido pela teoria clássica não são aquelas da sociedade econômica em que realmente vivemos..." (KEYNES, 1964, p. 3)

Keynes já não busca mais, como antes, meios de aproximar o pensamento ortodoxo da realidade capitalista moderna. No *Tratado* de 1930 este caminho esgotou-se, mostrando-se sem saída. O necessário era voltar ao princípio, começar de novo, pelos fundamentos.

Enquanto anunciava esta reflexão ao mundo, Keynes a desenvolvia em rascunhos para a *Teoria Geral* e testava suas idéias em palestras e cursos oferecidos em Cambridge. Este esforço permaneceu, em grande parte, inédito por muito tempo, até que, em 1979, veio à luz o volume XXIX de seus escritos. Estes textos tornaram-se, juntamente com a *Teoria Geral* e os artigos de 1937 e 1938, polemizando com seus críticos, fundamentais na formação da escola pós-keynesiana.

Por estes textos podemos identificar os princípios definidores de uma economia monetária, axiomas da construção teórica de Keynes⁽⁵⁾. Axiomas são pontos de partida, afirmações irredutíveis a outras "que marcam o estágio além do qual não se procura explicar. ... Os axiomas sumarizam o que se vê

(5) A rigor, os cinco postulados que se seguem não constituem um sistema de axiomas, já que não são realmente independentes. A aplicação do método axiomático pressupõe que os fenômenos a serem estudados possam ser reduzidos, em última análise, a postulados que operam como se fossem as "partículas fundamentais", sobre cujas combinações todo o resto do edifício teórico pudesse se apoiar. Na visão de Keynes, a realidade social é complexa não apenas pela profusão de partículas, mas pela relação orgânica entre elas. Esta relação orgânica impede a formulação de um sistema axiomático à medida que o significado de certos postulados só pode ser estabelecido em relação a outros postulados, como se nota facilmente no que se segue. O mesmo problema afeta a proposta de axiomas em DAVIDSON (1984). Por esta razão, o termo "axiomas" deve ser visto nestes trabalhos como puramente aproximativo. Veja-se também BARRERE (1985).

como sendo conhecimento empírico razoavelmente seguro" (HAHN, 1984, p. 6-7). Sobre estes axiomas erguem-se as construções teóricas que nada mais são do que a explicitação das implicações contidas naqueles princípios e nas suas inter-relações.

1. Axioma da Produção

O primeiro axioma seria o da Produção. Poderíamos sumariá-lo na afirmação de que a produção é realizada por firmas para a venda em mercado. Keynes preocupou-se, explicitamente, com o processo de produção. Marshall, antes de Keynes, já havia se voltado para o problema da temporalidade do processo produtivo, sua natureza seqüencial ⁽⁶⁾. Considerar o **processo** de produção significa levar em conta demoras e defasagens de reação, sejam aquelas causadas pela disponibilidade de informação, sejam aquelas de natureza técnica. Uma análise do processo produtivo é necessariamente temporal, levando em conta cadeias de efeitos que se espriam pela economia (como as descritas numa matriz insumo-produto). Considerar o processo produtivo exige que se investiguem suas fases, explicitando como a decisão de produzir é tomada, como a produção se desenrola e a distribuição do produto se estabelece, em uma seqüência que não pode ser reduzida a mecanismos de determinação simultânea. Em particular, deve-se levar em conta que a decisão de produzir antecede, necessariamente, a colocação do produto em mercado. A firma produz sob comando ou sob a expectativa de demanda. Isto, segundo Keynes, conferia à atividade produtiva um caráter inevitavelmente especulativo.

A decisão de produzir, seus objetivos e constrangimentos são explicitamente considerados por Keynes. A produção é decidida por firmas, instituições dotadas de personalidade e objetivos próprios, que não se confundem com o de seus proprietários ⁽⁷⁾. A firma não produz para obter "satisfação" ou "utilidade", mas para multiplicar riqueza. Como seu objetivo não é consumo, a riqueza gerada deve assumir uma forma geral, isto é, poder de compra genérico, existente na forma monetária. A firma aplica

(6) Contraste-se, por exemplo, tal tratamento com o de Walras, onde o problema da produção é reduzido à determinação do preço dos fatores e é resolvido da mesma maneira atemporal em que os preços dos produtos finais são encontrados. Também a acumulação de capital é abordada por Walras da mesma maneira. Cf. WALRAS (1954).

(7) Keynes, e pós-keynesianos, enfatizam a separação entre propriedade e gestão típica da empresa moderna. Esta separação transforma o capitalista, proprietário de ações, em rentista, cujo interesse primariamente se define pelos rendimentos de seu capital, isto é, dividendos. Já a firma está interessada nos recursos que pode mobilizar para reforçar sua posição competitiva e, assim, minimiza lucros distribuídos sob a forma de dividendos. O objetivo do rentista é renda real, definido em termos de sua cesta relevante de consumo. O objetivo da firma é o lucro monetário em termos do poder de comando sobre o trabalho que ele significa.

dinheiro para obter mais dinheiro. Sintetizando, com Keynes:

"A firma lida todo o tempo com somas de dinheiro. Ela não tem qualquer objetivo no mundo senão terminar com mais dinheiro do que começou. Esta é a característica essencial de uma economia empresarial" (CWJMK, XXIX, p. 89).

A produção se destina à venda em mercado. A eficiência financeira da firma é o fator essencial, dominando sua eficiência técnica:

"O empresário está interessado não na quantidade de produto, mas na quantidade de dinheiro que lhe caberá. Ele só aumentará a produção se ao fazê-lo ele esperar aumentar seu lucro monetário, mesmo se este lucro representar uma quantidade de produto menor do que antes" (ibid., p. 82).

A firma não sofre de ilusão monetária. A busca do lucro em dinheiro se deve à flexibilidade que esta forma de riqueza confere ao seu possuidor. Deter riqueza monetária permite aproveitar imediatamente as melhores chances que apareçam de multiplicá-la. Por sua liquidez, a riqueza monetária está defendida contra flutuações de demanda que afligem mercadorias ou ativos específicos, conferindo agilidade ao seu detentor, em face das mudanças inesperadas de contexto. Por outro lado, o valor da moeda deve estar ancorado em alguma coisa. A âncora da moeda, no sistema keynesiano, é o salário monetário ⁽⁸⁾ O poder de comando sobre trabalho, conferido pela moeda, é o indicador mais significativo do volume de riqueza acumulado por uma firma. O trabalho, como a moeda, tem uma natureza genérica, por ser insumo essencial a qualquer processo produtivo, elemento comum na determinação de todos os preços. A "cesta" de bens relevante para as firmas como um todo é, portanto, constituída por unidades de salário. Como proposto por Kahn (1972, p. 105) *"no sistema keynesiano o salário monetário é o fulcro sobre o qual repousa a estrutura de*

(8) Há que se considerar, também, a existência de outra âncora; a taxa monetária de juros, sempre que a moeda se caracterizar por certas propriedades discutidas abaixo. Seu papel é o de permitir a avaliação do preço de demanda de outros ativos.

preços" (9). Usando uma linguagem desconhecida por Keynes, a existência da firma significa que, para pelo menos uma classe de agentes, a moeda é um fator "real", no sentido de que sua função-objetivo é não apenas medida, mas estabelecida em termos de moeda.

2. Axioma da Decisão

O segundo axioma é o da decisão. Nesta economia, composta por firmas e trabalhadores, em que as primeiras oferecem empregos e buscam lucros monetários e os segundos oferecem trabalho e buscam meios de consumo (presente ou futuro), o poder de decisão não é distribuído de forma igualitária. No capitalismo, o capital é "escasso", comparativamente ao trabalho (KEYNES, 1964, p. 213). Esta escassez nada tem de natural: ela é organizada pelo próprio sistema que a recria, quando, por exemplo, nos períodos de prosperidade sustentada (o chamado *boom*) a força de trabalho também começa a escassear. O ciclo econômico pode mesmo ser visto como a forma pela qual a raridade do capital é preservada (MINSKY, 1975). Por outro lado, firmas, muito mais do que famílias, têm acesso a fundos discricionários (criados por bancos, outra figura fundamental em uma economia empresarial). Em economias monetárias, o dinheiro compra mercadorias e dinheiro pode ser obtido por geração de renda ou, discricionariamente, pela obtenção de crédito. Firms têm preferência no acesso a crédito pela natureza dos ativos que detêm. Firms possuem ativos que podem ser recuperados pelos bancos em caso de não cumprimento dos contratos de dívida. Famílias, em geral, possuem riqueza, principalmente na forma de "capital humano", não-executável, ou de bens duráveis de consumo, de liquidez excessivamente baixa. Por esta razão, a criação prioritária de dinheiro bancário é para a concessão de crédito às firmas e não às famílias. Este é o fundamento do conhecido (ainda que ligeiramente diferente) aforisma de Kalecki, de que os capitalistas ganham o que gastam, enquanto os trabalhadores gastam o que

(9) Este tema é vastamente explorado na literatura pós-keynesiana, em particular na discussão sobre o papel dos contratos salariais na determinação do conceito de liquidez. Por exemplo, veja-se Davidson: *"A existência de contratos em moeda para entrega e pagamento futuros é fundamental para os conceitos de liquidez e moeda. Em tal cenário, mudanças nas taxas de salário monetário as unidades de salário de Keynes determinam mudanças nos custos de produção e o nível de preços associado com a produção de bens que empresários orientados para o lucro estejam dispostos a realizar. ... A existência de mercados e contratos temporalmente relacionados para operação e pagamentos em dinheiro é a essência de uma economia monetária, pois é básica para o conceito de liquidez. Liquidez, em um cenário temporal, dada a unidade de salário monetário e o nível de preços resultante, é o fundamento da revolução de Keynes"* (DAVIDSON, 1978b, p. 59, 61).

ganham, endossado por Keynes em sua famosa imagem do "jarro da viúva". Em consequência, como se explicita na análise de Keynes do desemprego (KEYNES, 1964, cap. 2) ou na relação entre investimento e poupança, é com as firmas que está a iniciativa, tanto no mercado de trabalho como no de capitais.

3. Axioma da Não Pré-Conciliação de Planos

O terceiro axioma é o da inexistência de pré-conciliação de planos. A visão de Keynes é muito próxima, neste sentido, da "anarquia da produção capitalista" de Marx. Não há, nas economias monetárias modernas, instituições de comando que determinem às firmas o que produzir. Além disso, como vimos, a produção leva tempo, separando o momento da decisão de produzir do momento em que o mercado efetivamente informará sobre a disposição dos compradores em validar ou não as decisões das firmas. Isto implica que estas deverão decidir à base de expectativas, e não de informações. Durante o processo produtivo, a renda gerada vai sendo distribuída aos vendedores de serviços produtivos em forma monetária. Estes vendedores, de posse de dinheiro, não se comprometem com a compra de qualquer bem em particular. Na verdade, não se comprometem sequer em gastar sua renda, já que é possível conservá-la em dinheiro, em forma líquida, adiando decisões indefinidamente. É por este axioma que se abre o espaço das expectativas no modelo de Keynes.

Podemos resumir o argumento até este ponto dizendo que, pelos três axiomas apresentados, uma economia monetária é caracterizada não apenas pela existência de agentes cujos objetivos são definidos em termos monetários, como também, pelo segundo axioma, são estes agentes os mais importantes na determinação das "leis de movimento" desta economia. Além disso, as estratégias destes agentes são, inevitavelmente, especulativas, referentes a escolhas entre alternativas cujos resultados podem apenas ser conjecturados *ex ante*.

4. Axioma da Irreversibilidade do Tempo

O quarto axioma é o da irreversibilidade do tempo. Este axioma dará a dimensão adequada ao axioma anterior. A maior parte das teorias econômicas trata o tempo como se fosse ele espaço, isto é, caracterizado pela possibilidade de movimento em qualquer direção (ROBINSON, 1980; SHACKLE, 1979). Isto significaria que processos temporais são abordados como se os agentes pudessem "ir ao futuro", verificar os resultados de uma ação, e voltar ao presente para escolher aquela ação cujos resultados fossem os desejados. Como isto é feito? Pela suposição de que os processos econômicos são reversíveis, repetitivos, de tal modo que seja possível ao agente tentar uma alternativa, avaliar seus

resultados e tentar de novo quantas vezes forem necessárias, até que a melhor das estratégias seja revelada. Assim, mesmo reconhecendo que decisões são tomadas com base em expectativas, a teoria tradicional vê processos econômicos como repetitivos, em que os agentes corrigem gradualmente seus erros. A passagem do tempo, aqui, representaria apenas o esclarecimento gradual da verdadeira natureza dos processos econômicos, em um processo de aprendizado das características reais da economia ⁽¹⁰⁾.

Keynes reconheceu que há processos que se desenvolvem em ambiente estável para todos os efeitos práticos, de modo a permitir sua abordagem como se fossem repetitivos. Keynes, e pós-keynesianos, chamam, porém, a atenção também para processos de diferente natureza, aqueles que envolvem decisões chamadas de "cruciais". Estas caracterizam processos irreversíveis, cujo desenrolar, uma vez iniciado, só pode ser detido à custa de grandes perdas e cujas condições iniciais simplesmente não podem ser repostas. Nestes casos, movimentos no tempo se tornam diferentes de movimentos no espaço. Se há decisões cruciais, o movimento no tempo é unidirecional, pois a decisão crucial destrói o contexto em que é tomada e, por isso, não pode ser repetida ⁽¹¹⁾.

Para processos que envolvam decisões cruciais, a repetição é impossível e, portanto, para estas, o aprendizado é impossível. Como se verá mais à frente, este será o caso das decisões de investir, onde a criatividade do investidor, seu *animal spirits* tomará o lugar do impossível cálculo preciso de vantagens e desvantagens. O cálculo e o aprendizado serão possíveis em decisões repetitivas como, por exemplo, as de produção ou consumo. Keynes distinguirá através de seus conceitos de expectativas de longo termo e expectativas de curto termo precisamente os comportamentos criativos, no primeiro caso, e os adaptativos, no segundo ⁽¹²⁾.

(10) Alternativamente, pode-se também, como no caso das expectativas racionais, simplesmente partir-se da proposição de que os agentes conhecem o que é necessário à decisão. Como observado por Arrow, os requisitos informacionais para estes supostos forçam os limites da credulidade. Ver ARROW (1983, p. 278).

(11) Shackle exemplifica como uma decisão crucial, para a qual a experiência passada seria de pouca validade e o conhecimento de funções de distribuição de probabilidade, ainda que subjetivas, inúteis à de Napoleão em enfrentar ou não os ingleses em Waterloo. Exame detalhado deste conceito e sua relação com a noção de incerteza oferecida por Keynes encontra-se em CARVALHO (1988).

(12) O atavismo político característico da teoria keynesiana decorre precisamente do reconhecimento de que ocorrem os dois tipos de decisão em uma economia empresarial. Comportamentos de rotina, em que causa e efeito sejam facilmente identificáveis, permitem a intervenção política através da manipulação de causas. Já decisões cruciais não podem ser dirigidas, ainda que possam ser influenciadas se o Estado contribuir para a redução de incertezas futuras. Este tema foi explorado pelo autor em CARVALHO (1990c).

Este axioma é crucial porque dele dependem algumas das características importantes da operação de uma economia monetária identificadas por Keynes. O princípio da incerteza é introduzido com o reconhecimento de que há decisões cruciais a serem tomadas em uma economia capitalista. A principal implicação da noção de incerteza é a oposição a visões deterministas da economia. Na visão de Keynes e dos pós-keynesianos, não há trajetórias para a economia que sejam independentes das decisões que os agentes tenham de tomar a cada instante. "Leis de movimento" só podem se referir a modos de tomada de decisões, não a leis de ferro da história, porque esta não está pré-escrita. Como escreveu Keynes uma vez, o futuro será aquilo que se quiser que ele seja. É óbvio que não cabe a um indivíduo decidir por si mesmo o futuro, mas este resultará da interação de agentes dotados de razoável número de graus de liberdade nos seus momentos de decisão.

A incerteza emerge porque, no momento da decisão, a informação corrente pode não ser suficiente para induzir os agentes à decisão "correta", fixada por uma lei objetiva qualquer. Decisões se referem a processos futuros. Quanto mais distantes forem os horizontes relevantes a estes processos, mais irrelevante se torna a informação corrente para limitar as possibilidades futuras, tornando improvável o afinamento do processo de decisão para aquela que um observador externo, conhecedor das "leis da história", identificaria como a "necessária". Mudanças bruscas de direção, estagnação e, em princípio, até mesmo regressões são possíveis. A história se move porque os agentes a empurram, não porque algum fim a atraia.

É um erro vulgar, porém, atribuir a Keynes a visão de que, em resultado da consideração da incerteza, tudo é possível, em uma visão niilista das possibilidades da teoria econômica. Para Keynes e pós-keynesianos, a importância do princípio da incerteza está em que, face a ela, os agentes alteram seu comportamento, originando estratégias e criando instituições que se tornam racionais e inteligíveis à sua luz. Em face da incerteza, os agentes buscam se defender da possibilidade, incalculável, de que decisões cruciais levem a perdas irreversíveis. Especialmente as firmas, cujas decisões, como vimos, são essencialmente especulativas, porque não produzem senão para vender, e não acumulam capital senão para obter retornos monetários deste capital, sofrem com a incerteza sobre o comportamento dos mercados, quando os frutos de suas decisões, tomadas muito antes, estiverem maduros. Sobre o estado destes mercados nas datas esperadas, as firmas só podem conjecturar e, se estas conjecturas se

mostram especialmente frágeis, frente às incertezas do futuro, elas buscarão refúgio em formas seguras de conservação de riqueza, como a moeda, que não implica apostar em mercados específicos que podem não corresponder às expectativas.

O princípio da incerteza, assim, é importante para a crítica de teorias deterministas, mas seu papel positivo não se esgota em lamentos niilistas, mas sim em permitir responder a pergunta: *"Como fazemos, em tais circunstâncias, para nos comportarmos de um modo que nos salve a face enquanto homens econômicos racionais? Nós criamos para este propósito uma variedade de técnicas..."* (CWJMK, XIV, p. 114). São estas técnicas, e suas conseqüências, que importa examinar. O desenvolvimento de um sistema de contratos futuros denominados em dinheiro, a preferência pela liquidez e o comportamento convencional (*ibid.*), para citar apenas as "técnicas" mais conhecidas, só fazem sentido nestas circunstâncias. A deficiência de demanda efetiva, que para Keynes decorre destas técnicas, é um de seus resultados característicos.

A não consideração da incerteza conduziu a teoria clássica e neoclássica a se tornar *"uma daquelas graciosas e polidas técnicas que tenta lidar com o presente abstraindo-se do fato de que sabemos muito pouco sobre o futuro"* (*ibid.*, p. 115), cortando os nexos entre o presente e o futuro.

Nem todo processo é afetado desta maneira pela incerteza do futuro. Aquelas decisões que se refiram a horizontes próximos, para os quais seja relativamente seguro supor continuidade das condições presentes e que sejam suficientemente repetitivas para que se possa identificar padrões e similitudes de comportamento, serão pouco ou nada afetadas pela incerteza. No modelo de Keynes, este é o caso, explicitamente tratado, das decisões de produção e emprego por parte das firmas, orientadas pelo que chama de "expectativas de curto termo" Neste caso, as expectativas se tornam praticamente endógenas, por serem formadas dentro de um processo de aprendizado de um contexto que se preserva razoavelmente estável:

"Mas será em geral seguro omitir referências expressas à expectativa de curto termo, em vista do fato de que na prática o processo de revisão da expectativa de curto termo é gradual e contínuo, realizado largamente à base de resultados realizados. ... Seria muito complicado elaborar as expectativas do princípio sempre que um processo produtivo estivesse sendo iniciado; e seria, além disso, uma perda de tempo dado que uma grande parte das circunstâncias usualmente

permanece substancialmente inalterada de um dia para outro" (KEYNES, 1964, p. 50-51).

As coisas são muito diferentes para as expectativas de longo termo que orientam decisões cruciais como a de investir, por exemplo:

"... o fator das expectativas correntes de longo termo não podem sequer aproximadamente serem eliminadas ou substituídas por resultados realizados" (ibid., p. 51).

Investir envolve uma decisão crucial porque, por um lado, exige a formação de conjecturas sobre um futuro distante, cujo *"fato mais notável é a extrema precariedade da base de conhecimento sobre o qual nossa estimativa de rendimento prospectivo tem de ser feita. Nosso conhecimento dos fatores que governam o retorno de um investimento daqui a alguns anos é usualmente muito pequena e geralmente negligível"* (KEYNES, 1964, p.149). Por outro lado, a decisão de investir exige o comprometimento de valores consideráveis na aquisição de bens marcados pela sua baixa liquidez, ou seja, sua baixa capacidade de revenda. É nestes casos que a incerteza se introduz, anulando o valor teórico de regras mecanicistas para funções-investimento, como o acelerador ou a produtividade marginal do capital (CARVALHO, 1988).

O tratamento das expectativas, portanto, resultante dos axiomas três e quatro é muito mais complexo do que usualmente se julga. Recusa-se, por um lado, a visão mecanicista de modelos que postulam regras simples para decisões complexas como a de investimento, em geral sequer considerando-se a mediação de expectativas. Por outro lado, permite um tratamento da questão das expectativas, que vai além das deficiências reconhecidas dos modelos de expectativas racionais. Segundo Lucas, sua hipótese é válida para processos de risco probabilístico, situações repetitivas em que a distribuição de probabilidades seja suficientemente estável para que o agente possa identificá-la. Expectativas racionais são aquelas formadas de acordo com uma distribuição subjetiva de probabilidades que coincide com a verdadeira distribuição (objetiva) de probabilidades. Porém, como Lucas reconhece, a hipótese *"não será aplicável em situações em que não se possa adivinhar qual, se alguma, das freqüências observáveis é relevante: situações que Knight chamava de 'incerteza'"* (LUCAS, 1981, p.223) ⁽¹³⁾.

(13) Sobre a relação entre os conceitos de incerteza de Knight e Keynes veja-se DAVIDSON (1978). Para um exame mais detalhado de conceitos de incerteza e probabilidade, veja-se LAWSON (1989); CARVALHO (1989); KREGEL (1985).

5. Axioma das Propriedades da Moeda

O último axioma diz respeito às propriedades da moeda. Keynes propõe, na *Teoria Geral*, que numa economia monetária a moeda tem elasticidades negligíveis de produção e de substituição. Isto significa que a disponibilidade de moeda deve ser relativamente insensível à demanda e que suas funções não podem ser exercidas por substitutos. Deste modo, se a incerteza leva os agentes a decidir reter riqueza em forma monetária ao invés de ativos reprodutíveis, o emprego que é perdido na produção destes últimos não é recuperável na produção de dinheiro. Em resultado, uma economia monetária em que é racional demandar ativos monetários como defesa contra as incertezas do futuro está sujeita a deficiências de demanda efetiva. É por causa destas propriedades que emerge a possibilidade de desemprego involuntário. É preciso explorar um pouco mais este ponto.

O ponto de partida, como visto, é uma situação em que a decisão de se iniciar processos produtivos, que exigem tempo, é tomada independentemente por agentes que visam não um certo nível de satisfação material, mas o máximo volume de lucro monetário possível⁽¹⁴⁾. As relações interfirmas e intersetoriais nestas economias são, porém, extremamente complexas e o estabelecimento de formas eficazes de coordenação entre os agentes é a principal questão de fundo na compreensão da operação do sistema. Para Keynes e pós-keynesianos, a peça fundamental desta coordenação é a criação de um sistema de contratos que garanta fluxos de produtos e serviços entre produtores e entre produtores e compradores finais, viabilizando processos prolongados de produção. Ao mesmo tempo, os contratos permitem ao empresário, ao estabelecer preços de insumos e serviços produtivos de antemão, o controle de custos de seus processos de produção, a fixação de preços e o cálculo de margens de lucratividade esperadas.

A assinatura de contratos que garantam o fornecimento de serviços produtivos e meios de produção no futuro imediato, que cubra o período de produção, torna-se um dos pilares sobre os quais se assenta a produção capitalista. O conhecimento dos custos de produção (grafados nos contratos), junto com as expectativas de retorno formadas pelas firmas, é a base do sistema de cálculo

(14) A maximização de lucros está sendo tomada em seu sentido mais genérico, consideradas as restrições sob as quais firmas operam. Além disso, evitou-se a expressão "decisão atomizada", optando-se por "decisão independente", para se evitar o engano de se supor que estamos nos confinando a condições de concorrência perfeita.

capitalista que define sua racionalidade. Ser a unidade de medida e meio de liquidação para estes contratos é a função principal da moeda no modelo que se apresenta. Veja-se, por exemplo, o que escreveu Keynes a respeito:

"para os propósitos sociais e econômicos mais importantes, o que importa é a moeda de conta, pois é a moeda de conta que é o objeto de contratos e obrigações consuetudinárias" (CWJMK, XXVIII, p. 252).

Ou, ainda com mais ênfase:

"a introdução de uma moeda, em termos da qual empréstimos e contratos com um elemento temporal podem ser expressos, é o que realmente muda o status econômico de uma sociedade primitiva" (idem, p. 255).

O objeto que tendemos a identificar mais intuitivamente como moeda, o meio circulante, deriva seu próprio papel, torna-se também uma reserva de valor por sua relação com a moeda-de-conta ou moeda-de-contrato. Ainda segundo Keynes:

"a moeda em si, ou seja aquela que por cuja entrega são liquidados contratos de dívida e de preços, e em cuja forma uma reserva de poder de compra genérica é retida, deriva seu caráter de sua relação com a moeda-de-conta, dado que os débitos e preços devem primeiro ser expressos nesta última ... a moeda propriamente dita, no pleno sentido do termo, só pode existir em relação com uma moeda-de-conta" (CWJMK, V, p. 3).

O meio circulante, deste modo, tem de representar concretamente a unidade de conta da economia. Os agentes aceitam contratos em moeda porque o meio pelo qual eles serão liquidados tem (ou espera-se que tenha) poder de compra estável. Por que se espera que seu poder de compra seja estável? Ora, pela existência mesma de contratos futuros, que estabelecem hoje o preço do bem ou serviço contratado até a data de sua liquidação. Quanto maior o número de operações regidas por contratos, maior é o número de preços futuros que se torna conhecido no presente. Ainda mais, se estes contratos cobrem a compra de serviços do trabalho, estabilizando o preço da mão-de-obra. Isto significa que o item de custos mais generalizado e, também, a fonte do mais importante elemento da demanda agregada, o consumo, são estabilizados. Esta é a razão da ênfase dada por pós-keynesianos aos contratos de salário monetário.

É por se esperar 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⁽¹⁵⁾. 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.

IV. Criação de Moeda

Na teoria pós-keynesiana, o principal atributo da moeda, no sentido de se constituir na sua característica distintiva, é o de liquidez. A moeda de uma economia é aquilo por cuja entrega contratos são liquidados (DAVIDSON, 1978b, p. 57-59). Outros ativos podem fazer o mesmo apenas indiretamente, isto é, podem saldar débitos apenas se primeiramente convertidos em dinheiro. Por esta razão, o grau de liquidez de outros ativos que não a moeda depende das facilidades existentes para sua conversibilidade em moeda.

Liquidez é um conceito bidimensional. Por um lado, um ativo é tanto mais líquido quanto mais rapidamente puder seu possuidor convertê-lo em dinheiro. Esta dimensão, porém, não é suficiente para medir liquidez: qualquer ativo pode ser vendido tão rapidamente quanto se queira se o seu detentor estiver disposto a aceitar um preço suficientemente baixo por ele. Por esta razão, é preciso especificar, também, que um ativo é tanto mais líquido, *coeteris paribus*, quanto maior for sua capacidade de conservação de valor. Combinando-se os dois requisitos, podemos dizer que o prêmio de liquidez de um ativo qualquer é tanto mais alto quanto menor for o tempo necessário à sua venda e

(15) Este é, a propósito, o modo pelo qual a questão da inflação (e temas correlatos, como a indexação) são introduzidos na economia de Keynes e pós-keynesianos. Veja-se CARVALHO (1990d e 1991).

menor for a variação de preços com relação ao seu valor original (Veja-se CHICK, 1983).

É fácil perceber que um ativo será líquido se existir um mercado permanente e organizado para itens existentes. Para que isto se dê, são necessários certos requisitos (KALDOR, 1960), entre os quais o mais importante é a existência de um *market-maker* (DAVIDSON, 1978, p. 87). Este é uma instituição cuja função é ordenar os mercados ao servir de comprador ou vendedor residual com o objetivo de estabilizar cotações. Por exemplo, se em uma bolsa de valores, em um determinado período, emergem pressões baixistas (excesso de oferta de ações), cabe ao *market-maker* agir como comprador para impedir quedas acentuadas de preços. O *market-maker* perfeito seria aquele que pudesse impedir qualquer flutuação de preços. Neste último caso, teríamos um substituto perfeito para a moeda legal (aquela que tem curso forçado, isto é, que não pode ser recusada na liquidação de contratos), tornando este ativo um ativo monetário.

Nota-se, assim, que no modelo pós-keynesiano é a moeda o conjunto de ativos que compreenda a moeda legal e seus substitutos perfeitos, definidos, estes últimos, como aqueles para os quais existam mercados à vista e *market-makers* que permitam sua conversibilidade imediata a taxas de câmbio fixas em termos da moeda legal. É isto que permite que débitos privados (como depósitos à vista em bancos comerciais) possam se tornar moeda:

"A moeda bancária, é claro, é simplesmente a evidência de um contrato privado de débito, mas a descoberta da eficiência da "compensação", que é a percepção de que algumas formas de dívida privada podem ser usadas na liquidação da miríade de contratos privados que se superpõem aumentou imensamente a eficiência do sistema monetário. Três condições são necessárias para que tal dívida privada funcione como meio de intercâmbio: i. a dívida deve ser denominada em termos de moeda; ii. uma instituição de compensação para estas dívidas privadas deve ser desenvolvida; e iii. garantias de que dívidas residuais sejam convertíveis a uma paridade conhecida no meio de intercâmbio legalmente definido" (DAVIDSON, 1978, p. 151-152).

Esta última garantia é dada pelas autoridades monetárias enquanto *market-makers* (emprestadores de última instância).

Para a maior parte dos ativos líquidos, contudo, os *market-makers* não têm o poder de garantir cotações fixas em um mercado secundário. A existência de mercados permanentes confere liquidez mas não plena liquidez a estes ativos, fazendo com que sejam substitutos imperfeitos para a moeda enquanto reserva de valor. Apenas aqueles ativos para os quais seja excessivamente custoso criar mercados secundários não serão providos de liquidez:

"Aqueles duráveis cujos mercados secundários sejam pobremente organizados, pouco densos ou mesmo nacionais são ativos ilíquidos. Tais ativos (e.g., capital fixo ou bens duráveis de consumo) são retidos primariamente seja pelo retorno monetário ou de utilidade que eles são esperados gerar em datas específicas no futuro" (DAVIDSON, 1978b, p.61).

Podemos, assim, agrupar os ativos em três grupos segundo seu grau de liquidez (e, portanto, de seu grau de substitutibilidade com a moeda). Ativos plenamente líquidos são os substitutos perfeitos da moeda, de conversibilidade imediata e valores pré-fixados. Ativos líquidos são substitutos imperfeitos (que devem oferecer outras formas de retorno que não apenas a liquidez para compensar esta imperfeição) porque seu valor não pode ser garantido *a priori*. Ativos ilíquidos, cuja revenda é, *ex ante*, muito difícil e que, assim, são demandados por seus rendimentos e não como reserva de valor.

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:

"Em nossa economia, moeda é criada quando banqueiros criam ativos e é destruída quando devedores de bancos saldaram suas obrigações" (MINSKY, 1982, p. 17).

Esta endogeneidade não é ilimitada. Agentes podem criar substitutos perfeitos para a moeda apenas na extensão em que a autoridade monetária estiver de acordo em garantir sua retaguarda, e esta garantia deve ser dada tendo em vista sustentar as necessidades de moeda na operação da economia, por um lado, mas também a garantia de que o sistema funcione ordenadamente, o que,

como vimos, exige que variações no estoque de moeda não sejam completamente arbitrárias. É por esta razão que Keynes, já em 1930, advertia:

"A primeira necessidade de um banco central, encarregado da responsabilidade pela administração do sistema monetário como um todo, é se assegurar de que possui o controle incontrastável sobre o volume total de dinheiro bancário criado por seus bancos membros" (CWJMK, VI, p. 201).

O exercício deste controle não se dá sem tensões eventuais entre os objetivos da autoridade monetária, voltada para a preservação do sistema monetário, e os bancos, voltados para a maximização de lucro. Por outro lado, sob certas condições, tentativas de controle sobre o conjunto de ativos plenamente líquidos pode estimular a inovação financeira tendente a criar ativos líquidos que substituam, parcialmente, ao menos aqueles sob restrição. É o que se espera, por exemplo, acontecer se a autoridade monetária implementa políticas restritivas em conjunturas superaquecidas. Aqui, a demanda reprimida por moeda é desviada para quase-moedas criadas privadamente (MINSKY, 1982). Estas quase-moedas, porém, não contam com as mesmas garantias dos ativos plenamente líquidos e tendem a criar fatores de fragilidade nos mercados de ativos financeiros.

Em suma, a criação de moeda na teoria pós-keynesiana é abordada através de duas *demarches* paralelas: o estudo das formas de intervenção da autoridade monetária, em geral de acordo com objetivos de preservação da ordenação monetária da economia; o estudo da criação de ativos líquidos e plenamente líquidos por agentes privados induzidos pela perspectiva de lucro. Da interação entre as autoridades, as instituições financeiras e o público resulta o comportamento do sistema monetário/financeiro.

V. Demanda Por Moeda

A ênfase no atributo de liquidez dada em modelos keynesianos não significa que a moeda deva ser encarada apenas como reserva de valor. A moeda cumpre também outras funções, até quantitativamente mais importantes do que aquela, mas que, na verdade, seriam insuficientes para distinguir o conceito de economia monetária proposto por Keynes daquele que simplesmente vê a moeda como um véu a recobrir uma economia cujos determinantes essenciais são, na verdade, todos "reais"

Cumprindo diversas funções, a moeda é demandada por diferentes motivos. Na *Teoria Geral*, Keynes especifica três motivos, aos quais agrega mais um em debate posterior.

O primeiro motivo para demandar moeda seria o de realizar transações. Keynes associa a esta demanda por moeda a idéia de gastos rotineiros para girar a renda corrente. Em termos de uma classificação empregada no *Treatise on Money* aqui estariam compreendidos tanto os saldos mantidos pelas famílias para realização de seus gastos (depósitos de renda) quanto o das firmas para a cobertura de seus gastos de produção (depósitos de negócios tipo A). Como se verá mais adiante, o motivo transações não inclui demanda por moeda para a realização de operações discricionárias, como a realização de investimentos (ou compra de duráveis por parte dos consumidores), apenas aqueles ligados à reprodução das atividades rotineiras e repetitivas dos agentes econômicos.

O segundo motivo para demandar moeda seria precaução. Apesar desta ser a razão que embute o conceito de incerteza de Keynes em sua mais ampla dimensão, ela recebeu na *Teoria Geral* atenção surpreendentemente reduzida, chegando Keynes mesmo a assimilá-la à demanda transacional. Modelos pós-keynesianos tenderiam a aceitar a correção de ênfases proposta por Kahn (KAHN, 1972, p. 81 e seguintes). Segundo Kahn, tanto a demanda precaucionária por moeda quanto a especulativa, que se verá a seguir, se definem por causa da incerteza do futuro:

"Mas, em princípio, pode-se dizer que o motivo precaucionário opera quando as pessoas pensam que a taxa de juros provavelmente mudará; o motivo especulativo quando as pessoas pensam que no final ela provavelmente mudará em uma direção ao invés de outra" (KAHN, 1972, p. 81).

Em outras palavras, o motivo precaucionário é o que corresponde mais 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.

A demanda especulativa por moeda se dá, porém, não quando não se tem pistas sobre o futuro, mas, ao contrário, quando se tem expectativas definidas (mas não necessariamente corretas, o que é impossível saber-se *a priori*) sobre o futuro. Esta é uma demanda por moeda para "espera": se as expectativas são de uma alta futura das taxas de juros (e, portanto, de baixa do valor de

mercado dos títulos existentes) torna-se melhor esperar que isto ocorra para só então se fazer aplicações. O agente que entretiver expectativas opostas, em contraste, tentará comprar títulos no presente, tendo demanda especulativa nula.

Nos dois últimos casos, especialmente no penúltimo, o agente vê a moeda não apenas como um conveniente meio de trocas, mas como um objeto de retenção em si mesmo, como um ativo, portanto, calcado no seu atributo de liquidez, isto é, na sua capacidade de permitir ao seu detentor reestruturar imediatamente seu portfólio quando suas expectativas se confirmarem ou a incerteza diminuir.

Após a publicação da *Teoria Geral*, em debate com Bertil Ohlin, Keynes formulou um quarto motivo para demanda de moeda, a que denominou motivo financeiro (CWJMK, XIV). Este motivo tem sido tema de grandes debates desde sua proposição ⁽¹⁶⁾. Em termos estritamente de teoria monetária, porém, o ponto é relativamente simples. O motivo financeiro refere-se à demanda por moeda em avanço de alguma despesa discricionária planejada. Ele não tem a ver, realmente, com a estrutura financeira das firmas ou bancos, mas apenas com necessidades de circulação monetária. Segundo Keynes, dado um plano de gasto discricionário (por exemplo, um investimento), o agente tende a reter, anteriormente ao dispêndio efetivo, certa quantidade de dinheiro que lhe permita seja realizar parte de seus gastos autonomamente, seja conseguir recursos de terceiros em melhores termos. Por esta razão, em antecipação a gastos discricionários há uma demanda adicional por saldos inativos que, se não acomodada, poderá pressionar as disponibilidades de dinheiro para os outros três motivos. Como sugerido pelo próprio Keynes, o motivo financeiro é um meio termo entre a demanda transacional por moeda, já que está relacionada a um plano definido de dispêndio, e a precaucionária/especulativa, já que representa a formação de saldos inativos de moeda por algum tempo.

VI. A Não-Neutralidade da Moeda

Em termos da análise dos problemas de acumulação de ativos, é o atributo de liquidez que permite à moeda não ser neutra no longo período. Se não existissem ativos não reprodutíveis pelo emprego de trabalho, com o atributo

(16) A maior parte desses debates tem sido marcada, seja pelo equívoco na compreensão do tema em debate, seja pela tentativa de utilizá-los para introduzir novos temas na análise monetária, que não aqueles especificamente abordados na discussão. Para um ressurgimento recente do debate, veja-se ASIMAKOPULOS (1983); KREGEL (1984/85 e 1986); DAVIDSON (1986) e TERZI (1986/87). Para uma excelente interpretação deste debate, que não se caracteriza por nenhum dos dois problemas citados nesta nota, veja-se AMADEO & FRANCO (1988).

de liquidez, a provisão para o futuro só poderia se dar através da manutenção direta ou indireta de bens reais. Poupar seria o mesmo que investir e, nestas condições, seria de se esperar que os agentes buscassem aqueles meios de acumulação que maximizassem os retornos materiais esperados do investimento. 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. Na verdade, os investimentos em bens de capital sofre mesmo de certas desvantagens em relação a ativos monetários. Enquanto estes oferecem a segurança de sua conversibilidade, os ativos de capital comprometem seus possuidores com usos específicos. Para estes é possível que as expectativas que orientaram sua compra não sejam validadas pelos acontecimentos futuros. Neste caso, a possibilidade de perda pode ser muito alta, pois quem desejaria comprar ativos que se provaram incapazes de gerar os rendimentos que deles se esperava?

Em suma, torna-se necessário, em economias monetárias no sentido de Keynes e pós-keynesianos, considerar "*o fato de que há sempre uma alternativa à propriedade de ativos de capital real, nomeadamente a propriedade de moeda e débitos*" (KEYNES, 1964, p. 212). 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 (CWJMK, XIV, p. 109-119). Nestas condições, o valor dos ativos de capital, e sua atratividade, passam a depender da política monetária, que regulará a raridade relativa de cada categoria de ativos (através da operação do *open market*) e com isso os valores correntes que estes ativos terão de atingir para que os agentes desejem retê-los (MINSKY, 1975).

Não apenas bens de capital enquanto classe sofrem a concorrência de ativos líquidos, como também no interior desta classe de ativos alguns tipos de bens se tornam mais arriscados que outros. Bens de capital de uso específico, ou produzidos sob encomenda, ou de alto valor unitário, tendem a representar riscos maiores do que outros tipos de equipamento de uso mais geral. O ritmo de acumulação se altera, mas também a sua estrutura tende a se adaptar aos temores que um futuro incerto pode gerar.

VII. Conclusão

Embora a exegese dos escritos de Keynes não seja o objetivo da escola pós-keynesiana, esta parte do princípio de que a revolução teórica tentada por

Keynes foi mais profunda do que geralmente se percebeu. Por esta razão, a "volta às raízes" é parte importante de seu projeto, não apenas pela reconstituição de episódio importante na história do pensamento econômico, como também porque se considera que o mais completo dos pós-keynesianos foi mesmo Keynes.

Ao contrário de outros sistemas econômicos, o capitalismo é um sistema fluido em que os agentes não têm lugares predeterminados nem funções imutáveis, impostas por costume ou comando. A alocação de recursos não obedece a tradições ou órgãos centralizados, mas, sim, a perspectiva de lucro, de apropriação de um excedente sobre os custos de produção. O capitalismo é um sistema que repousa, assim, no cálculo, na comparação quantitativa de ganhos que cada atividade oferece potencialmente. Mas o cálculo exige a medida e, esta, a unidade de medida. A moeda é essencial por ser esta unidade. Sua função primordial é servir de moeda-de-conta da economia, nas suas transações à vista ou a termo. Estas últimas são fundamentais em uma economia complexa onde os processos produtivos são prolongados, como no capitalismo moderno. A percepção central de Keynes é que a moeda deriva suas propriedades de sua relação com os contratos que registram aquelas transações a termo. Os contratos são grafados e liquidados em moeda. Nisto repousa a não-neutralidade do dinheiro, não em qualquer forma de ilusão ou irracionalidade.

A não-neutralidade da moeda é o ponto focal da crítica à teoria ortodoxa. A reconstrução da teoria econômica a partir da noção de economia monetária é seu projeto central. A principal distinção com outras tentativas de exploração daquele ponto está na crucial extensão do princípio da não-neutralidade da moeda para o longo período, ou seja, para a análise de movimentos dos estoques de capital e outras formas de riqueza detidas pela economia. É por isto que o foco se dirige para a decisão de investir e não para as variações de produção que ocupavam, em geral, os teóricos das flutuações econômicas anteriores a Keynes. Keynes supôs estar oferecendo muito mais que uma simples teoria das flutuações cíclicas das economias modernas. A escola pós-keynesiana tem por objetivo completar seu projeto.

Referências Bibliográficas

- AMADEO, E. & FRANCO, G. *"Finance", poupança e investimento: nem Keynes, nem Robertson*. PUC/RJ, Texto para Discussão 205, 1988.
- ARROW, K. *Collected papers of Kenneth Arrow*. v. 2: General equilibrium. Cambridge, Harvard University Press, 1983.
- ASIMAKOPULOS, A. Kalecki and Keynes on finance, investment and saving. *Cambridge Journal of Economics*, 7 (3/4): 221-233, sept. /dec. 1983.

- BALL, L. *et alii*. The new keynesian economics and the output-inflation trade-off. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 1-82, 1988.
- BARRERE, A. Les fondements de l'economie monetaire de production. In: BARRERE, A. (org.), *Keynes aujourd'hui*. Paris, Economica, 1985.
- CARVALHO, F. Alternative analysis of short and long run in post keynesian economics. *Journal of Post Keynesian Economics*, VII (2): 214-234, Winter 1984/5.
- _____. Da síntese neoclássica à redescoberta de Keynes. *Análise Econômica*, 6 (9): 3-21, nov. 1987/mar. 1988.
- _____. Keynes on probability, uncertainty and decision-making. *Journal of Post Keynesian Economics*, 11 (1): 66-81, Fall 1988.
- _____. Fundamentos da escola pós-keynesiana: a teoria de uma economia monetária. In: AMADEO, E.(org.), *Ensaio sobre economia política moderna*. São Paulo, Marco Zero, 1989.
- _____. Keynes and the long period. *Cambridge Journal of Economics*, 14 (3): 277-290, set. 1990a.
- _____. *Tempo e equilíbrio nos princípios de economia de Marshall*. Anais do XVIII Encontro Nacional de Economia, v. 1, ANPEC, Brasília, dez. 1990b.
- _____. *Expectations and the coordination of an entrepreneurial economy*. UFF, Textos para Discussão, 1990c.
- _____. Alta inflação e hiperinflação: uma visão pós-keynesiana. *Revista de Economia Política*, 10 (4): 62-82, out./dez. 1990d.
- _____. A post keynesian approach to inflation, high inflation and hyperinflation. In: DAVIDSON, P. & KREGEL, J. (eds.), *Economic problems of the 1990's*. Londres, Edward Elgar, 1991 (no prelo).
- CHICK, V. *Macroeconomics after Keynes*. Cambridge, MIT Press, 1983.
- DAVIDSON, P. *Money and the real world*. London, MacMillan, 2nd edition, 1978a.
- _____. Why money matters. *Journal of Post Keynesian Economics*, I (1): 46-70, Fall 1978b.
- _____. Reviving Keynes's revolution. *Journal of Post Keynesian Economics*, VI (4): 561-575, Summer 1984.
- _____. Finance, funding, saving and investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, IX (1): 101-110, Fall 1986.
- DEBREU, G. *Theory of value*. New Haven, Yale University Press, 1959.
- HAHN, F. H. *Equilibrium and macroeconomics*. Cambridge, MIT Press, 1984.
- KAHN, R. *Selected essays on employment and growth*. Cambridge, Cambridge University Press, 1972.
- _____. *The making of Keynes's general theory*. Cambridge, Cambridge University Press, 1984.
- KALDOR, N. *Essays on economic stability and growth*. London, Duckworth, 1960.
- KEYNES, J. M. *The general theory of employment, interest and money*. New York, Harcourt, Brace, Jovanovich, 1964.

- _____. *The collected writings of John Maynard Keynes*. London, MacMillan e Cambridge, Cambridge University Press, 1971 a 1983. Volumes denotados por CWJMK seguido do número do volume em algarismos romanos.
- KREGEL, J. A. Constraints on the expansion of output and employment: real or monetary? *Journal of Post Keynesian Economics*, VII (2): 139-152, Winter 1984/5.
- _____. A note on finance, liquidity, saving and investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, IX (1): 91-100, Fall 1986.
- _____. *Rational spirits and the post keynesian macrotheory of microeconomics*. De Economist, 1987.
- LAWSON, T. Probability and uncertainty in economic analysis. *Journal of Post Keynesian Economics*, 11 (1): 38-65, Fall 1988.
- LUCAS, R. *Studies in business-cycle theory*. Cambridge, MIT Press, 1981.
- _____. & SARGENT, T. (eds.). *Rational expectations and econometric practice*. Minneapolis, University of Minnesota Press, 1981.
- MINSKY, H. *John Maynard Keynes*. New York, Columbia University Press, 1975.
- _____. *Can "it" happen again?* Armonk, M. E. Sharpe, 1982.
- _____. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven, Yale University Press, 1986.
- ROBINSON, J. *What are the questions and other essays*. Armonk, M. E. Sharpe, 1980.
- SAMUELSON, P. Breve exame dos desenvolvimentos pós-keynesianos. In: LEKACHMAN, R. (org.), *Teoria geral de Keynes*. São Paulo, Ibrasa, 1968.
- SHACKLE, G. L. S. *Imagination and the nature of choice*. Edinburgh, Edinburgh University Press, 1979.
- TERZI, A. The independence of finance from saving: a flow-of-funds interpretation. *Journal of Post Keynesian Economics*, IX (2): 188-197, Winter 1986/7.
- TOBIN, J. Stabilization policy ten years after. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 19-85, 1980.
- _____. General discussion. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 86-89, 1980.
- WALRAS, L. *Elements of pure economics*. London, George Allen and Unwin, 1954.

(Originals recebidos em junho de 1990. Revisitos pelo autor em novembro de 1990).