

A Teoria Horizontalista da Moeda e do Crédito: Uma Análise Crítica

Alfredo Saad-Filho
Costas Lapavistas

South Bank University Business School, London
Department of Economics, SOAS, University of London

RESUMO

Este artigo discute, sistematicamente, a teoria pós-keynesiana da moeda e do crédito, usando-a como base para o desenvolvimento de uma teoria monetária pós-clássica. Os fundamentos desta última são apresentados com base numa crítica marxista das teorias pós-keynesianas horizontalistas. A alternativa aqui proposta parte das relações entre a moeda, o crédito e o circuito do capital.

PALAVRAS-CHAVE

ABSTRACT

This paper presents systematically the post-Keynesian theory of endogenous (credit) money, as the basis for the development of a cogent post-classical monetary theory. We outline how this can be done on the basis of a Marxian critique of post-Keynesian horizontalist theories. The alternative theory proposed here is developed through the links between the theory of credit and money with the theory of production and circulation of capital.

KEY WORDS

INTRODUÇÃO

As distintas teorias da moeda endógena têm obtido destaque cada vez maior nos anos recentes, inclusive no Brasil.¹ Isto se deve em parte ao colapso das experiências monetaristas na OCDE, e em parte à dificuldade encontrada por analistas convencionais para explicar o fracasso daquelas experiências e, simultaneamente, reafirmar a mensagem neoclássica. Paralelamente, economistas radicais (pós-keynesianos, circuitistas, institucionalistas, kaleckianos e marxistas) têm desenvolvido com sucesso teorias não-quantitativistas sofisticadas. Apesar de não serem completamente compatíveis, estas abordagens são profundamente distintas da neoclássica, e podem contribuir para a elaboração de uma teoria monetária não ortodoxa, na tradição de Steuart, da *'banking school'*, e de Marx, Keynes e Schumpeter.

Este artigo contribui para o desenvolvimento desta visão alternativa, a partir de uma crítica da teoria monetária horizontalista pós-keynesiana. Esta abordagem tem muitos méritos. Um dos mais importantes é a sua oposição consistente às análises convencionais, que obtiveram grande destaque no choque entre Kaldor e Friedman. Entretanto, esta abordagem padece de sérios problemas, especialmente no que se refere à criação da moeda-crédito. Estas deficiências tornam-se cada vez mais sérias conforme a análise progride rumo à inflação. A nosso ver, a melhor forma de resolver estes problemas, e desenvolver uma abordagem não-convencional consistente, é por meio do reforço dos elos entre a teoria da moeda e do crédito e a teoria da produção e circulação do capital.

Nossa apresentação da teoria pós-keynesiana baseia-se essencialmente em Basil Moore (1988) e Marc Lavoie (1992). O livro de Moore provavelmente contém a mais completa, rigorosa e clara apresentação da teoria pós-keynesiana da moeda endógena. A introdução de Lavoie, ao que ele intitula 'teoria econômica pós-clássica', é uma síntese ampla, cuidadosamente construída, e acessível de várias correntes de pensamento não-ortodoxas (especialmente a pós-keynesiana e a circuitista).

Este artigo contém cinco partes, além desta introdução. As próximas três partes discutem diferentes aspectos da teoria pós-keynesiana da moeda e do crédito. A parte 1 enfoca o processo de criação endógena da moeda-crédito; a parte 2 apresenta a crítica de Moore e Lavoie à teoria da moeda exógena e a parte 3 resume a teoria

1 Entre as contribuições recentes de autores brasileiros, destacam-se, entre outras, GERMER (1993, 1994), KLAGSBRUNN (1991), MOLLO (1997) e STUDART (1995a, 1995b).

de inflação derivada da abordagem horizontalista. Na parte 4 são criticados três aspectos essenciais da teoria pós-keynesiana: a origem e o papel da moeda, a oferta de moeda, e a inflação. A última parte reúne as principais conclusões do artigo e apresenta propostas para o desenvolvimento de uma teoria não-ortodoxa consistente.

1. A CRIAÇÃO ENDÓGENA DE MOEDA

A síntese 'pós-clássica' de Lavoie deriva de duas fontes principais: o horizontalismo de Kaldor e Moore, e a análise do circuito, proposta, entre outros, por Schmitt e Parguez. (LAVOIE, 1992, p. 152-57, 161-69) Lavoie apresenta o processo de criação da moeda endógena da seguinte forma:

- 1 as empresas planejam sua produção segundo suas expectativas;
- 2 as empresas tomam empréstimos para comprar bens de capital e outros insumos, e para pagar salários, dividendos e os juros de sua dívida antiga. Ao satisfazer a demanda das empresas, os bancos criam moeda-crédito *ex nihilo*;
- 3 a concessão de empréstimos gera fluxos de renda, conforme as empresas transfiram renda para as famílias e comprem bens e serviços umas das outras;
- 4 as famílias decidem quanto dinheiro vão gastar, e quanto vão poupar na forma de depósitos bancários, ações etc. Suas despesas de consumo e compras de ações eventualmente atingem as contas bancárias das empresas;
- 5 as empresas pagam parte de suas dívidas destruindo parte da moeda-crédito em circulação;
- 6 o banco central fornece a base monetária correspondente à moeda em circulação a um preço que ele mesmo determina: a taxa de juros. O aumento do estoque de moeda no decorrer do circuito é igual ao aumento líquido da dívida das empresas e da poupança das famílias. Este resíduo não tem nenhum significado especial.²

2 Quando o governo tem um déficit operacional o banco central normalmente troca títulos públicos por moeda-crédito, que é utilizada na compra de bens e serviços. Estes recursos eventualmente atingem as contas bancárias das firmas, permitindo o abatimento parcial de seus débitos. Isto implica que: (a) déficits públicos elevam a lucratividade empresarial, e (b) créditos ao governo não reduzem os empréstimos disponíveis ao setor empresarial (pois a moeda-crédito é criada *ex nihilo*). Enquanto houver desemprego haverá *crowding in*, ao invés de *crowding out*, e os déficits públicos estimularão o crescimento ao relaxarem as restrições orçamentárias das firmas.

Neste contexto, a oferta de moeda é determinada endogenamente pela demanda em três instâncias:

- (a) **Entre empresas e bancos.** Bancos criam moeda em resposta à demanda de crédito das empresas. Em geral, este processo ocorre automaticamente à medida que as firmas utilizam linhas de crédito já abertas, e com custos pré-contratados (variáveis segundo o tomador). Portanto, os bancos determinam preços autonomamente, e em seguida meramente satisfazem a demanda por moeda-crédito. A elevação do endividamento líquido das empresas e a correspondente criação de moeda-crédito são condições essenciais para o aumento da demanda agregada.³ Como o setor empresarial é sempre deficitário, as firmas como um todo não podem arrecadar mais do que elas mesmas injetam no circuito, e só podem pagar os juros sobre sua dívida com novos empréstimos. (LAVOIE 1992, p. 170, 175-78)
- (b) **Entre bancos e o banco central.** Após responderem passivamente à demanda por empréstimos, os bancos procuram sustentar suas reservas. Moore (1986, 1988, p. x-xiii, caps. 2, 5) afirma que os bancos podem, por algum tempo, obter reservas adicionais independentemente do banco central, vendendo CDs ou tomando empréstimos no mercado interbancário. Eventualmente, entretanto, estas fontes se esgotam. Como os empréstimos ao público já foram feitos, o banco central não pode se recusar a acomodar os pedidos de reservas dos bancos comerciais, sob pena de desestabilizar o sistema financeiro (se o banco central se recusar a fornecer reservas no mercado aberto, ele terá que o fazer pela janela de redesconto). Portanto, o banco central não tem controle sobre a base monetária. Apesar disso, ele pode impor restrições à concessão de novos empréstimos e, principalmente, determinar o preço das reservas bancárias, a taxa de desconto.⁴ A taxa de desconto determina as demais taxas de juro e, portanto, o nível de atividade econômica (ver também LAVOIE, 1992, p. 169-70, 180).

3 O mesmo resultado advém da redução do entesouramento, maiores déficits públicos, ou superávits no balanço de pagamentos. Entretanto, MOORE (1988, p.223-24, 291, 295-97) argumenta que, sendo estável no longo prazo a relação entre a renda nacional e o estoque de moeda, a taxa de crescimento da oferta de moeda-crédito regula as variações da demanda.

4 MOORE (1988, p. 15-17, 23, 38, 87-88) argumenta que existe uma assimetria no poder das operações de mercado aberto. Elas podem ser usadas para aumentar as reservas dos bancos comerciais, mas não para restringi-las (pois os bancos não podem reduzir rapidamente sua carteira de empréstimos).

- (c) **Entre famílias e bancos.** Os bancos têm que acomodar a demanda residual por moeda das famílias (ver ponto 6 acima), e também estender empréstimos a custos prefixados à medida que as famílias gastem em seus cartões de crédito ou saquem a descoberto em suas contas.

A abordagem pós-keynesiana (e circuitista) aqui delineada tem cinco implicações importantes. **Primeiro**, empréstimos criam depósitos, depósitos criam reservas, e a oferta de moeda-crédito determina a base monetária. Existe uma relação inversa entre o nível dos juros e a demanda por moeda, devido ao impacto dos juros sobre os lucros. Entretanto, dada a taxa de juros, o estoque de moeda-crédito cresce com o volume de empréstimos, e o banco central sustenta esta expansão fornecendo as reservas necessárias.⁵ Para Moore e Lavoie, não existe uma oferta monetária independente da demanda, e jamais pode existir um ‘excesso de oferta de moeda’ porque a moeda é sempre aceita devido à conveniência oferecida pela liquidez, e por permitir que dívidas sejam quitadas.⁶ Em suma, dada a taxa de juro, a oferta de moeda é horizontal no espaço moeda-juros.

Segundo, a criação de moeda-crédito permite às firmas financiar seus gastos antes que o valor produzido seja realizado. Para Moore, isto inverte a relação entre poupança e investimento típica de economias com moeda-mercadoria. Em economias modernas, o investimento cria (e determina quantitativamente) a poupança. Enquanto houver desemprego, a poupança necessária estará sempre disponível ao final do circuito, qualquer que seja a taxa de juro. (MOORE, 1988, p. 258, 312, 314-15)

Terceiro, os lucros são investidos antes de serem criados. Dada a renda nacional, os lucros caem se o investimento se reduzir, ou se as famílias elevarem sua poupança líquida.

5 O banco que cria moeda-crédito retém parte dos recursos gerados, e parte é drenada conforme os tomadores gastam seus novos recursos. Se todos os bancos concederem empréstimos no mesmo ritmo, as perdas de caixa se cancelam e todos os bancos possuirão reservas suficientes. Citando Le Bourva, LAVOIE (1992, p. 201) argumenta que *‘[n]ão há limite teórico para a quantidade de moeda-crédito que, no conjunto, o sistema bancário pode criar para satisfazer os requisitos de uma maior atividade econômica.’* Ver também MOORE (1988, p. 13-14, 19, 93, 211-12, 295).

6 *‘Qualquer aumento da oferta nominal de moeda será sempre demandado. A demanda nominal por moeda é sempre, e necessariamente, igual à oferta nominal de moeda. A oferta de moeda-crédito reflete mudanças na demanda por crédito bancário, e a demanda por crédito é simplesmente a demanda de tomadores de empréstimo por moeda adicional.’* (MOORE, 1988, p. xiii)

Quarto, a composição dos ativos bancários deriva de leis macroeconômicas subjacentes, e não está relacionada com a preferência pela liquidez. Em particular, as reservas são uma fração do passivo, ao invés do contrário, como fica implícito na análise tradicional do multiplicador bancário. (MOORE, 1988, p. 89) Os ativos monetários são criados sempre antes do produto, e os elementos causais no circuito são os planos de produção e investimento das firmas, e a concessão de empréstimos bancários. (LAVOIE, 1992, p. 157-61, 169-74)

Quinto, e para concluir o argumento horizontalista, a taxa de juro não é um preço de mercado, e ela independe de variáveis reais como a produtividade marginal do capital. O juro é um fenômeno puramente monetário e uma variável distributiva, cujo nível é determinado politicamente pelo banco central. Evidentemente, não existe uma ‘taxa natural de juros’ que garanta o pleno-emprego de trabalho ou capital. (MOORE, 1988, p. 254, 258-60, 264) Apesar disso, Moore (1988, p. 257) concorda com a visão convencional de que os juros direcionam recursos escassos rumo aos projetos mais rentáveis, e induzem os agentes a se abster do consumo para elevar seus estoques de capital ou riqueza. Para Moore, o nível dos juros é limitado pela taxa de inflação (caso contrário poderia se tornar lucrativo tomar empréstimos para comprar agora e revender depois), e pela massa de lucros (dado que os juros são parte do excedente). Apesar desta indeterminação, uma taxa **justa** de juros pode ser definida como sendo igual à taxa de crescimento da produtividade do trabalho. Neste nível, o pagamento de juros não transfere recursos líquidos do capital industrial para o financeiro, ou vice-versa. (LAVOIE, 1992, p. 193-95)⁷

2. MOEDA MERCADORIA E MOEDA-CRÉDITO

Economistas pós-keynesianos traçam uma linha divisória bastante clara entre sua teoria monetária e a neoclássica. Moore (1988, p. ix-x, 45, 71-72, 252), por exemplo, sugere que a teoria neoclássica se baseia na presunção de um sistema monetário mercantil (ou conversível) que é irrelevante na atualidade. Para ele a teoria monetária tradicional deriva dos seguintes supostos: (a) a base monetária é determinada pelo banco central; (b) o multiplicador bancário é estável; e (c) os bancos oferecem empréstimos adicionais somente depois que os depósitos se elevam

⁷ Esta definição é problemática, pois a distribuição atual de renda não é necessariamente ‘justa.’ As invectivas de Keynes contra os ‘rentiers’ são potencialmente muito mais interessantes, e mais compatíveis com a teoria horizontalista do juro.

(portanto, a oferta de empréstimos depende da existência de reservas livres). Isto implica que a oferta de moeda é exógena e vertical no espaço moeda-juros. O banco central pode alterar o estoque de moeda modificando a base monetária, e pode influenciar o estoque de empréstimos por meio do multiplicador. Entretanto, o banco central não pode determinar autonomamente as taxas de juro, que são o preço que equilibra o mercado monetário.

Autores horizontalistas, como Moore (1988, p. 46, 82, 85), consideram a teoria neoclássica da moeda irrelevante para economias com um sistema monetário e financeiro desenvolvido, baseado na moeda-crédito, pelas seguintes razões:

- (a) ela assume (incorretamente) que o banco central pode controlar a base monetária porque ela é um passivo do banco central;
- (b) ela (incorretamente) presume que os bancos comerciais esperam reservas excedentes e, quando elas surgem, tomam a iniciativa de adiantar novos empréstimos;
- (c) ela (falsamente) atribui conteúdo causal e comportamental ao multiplicador, que é apenas uma identidade residual.

Para os pós-keynesianos, sistemas monetários mercantis são profundamente diferentes dos baseados na moeda-crédito. Apesar de ambos os tipos de moeda serem ativos para seus possuidores, a moeda mercadoria é um objeto material, produzido com o emprego de recursos reais, que não sofre riscos, não paga juros, e é perfeitamente líquida.⁸ Ao contrário, a moeda-crédito é criada toda vez que o banco central ou os bancos comerciais compram ativos em troca de uma expansão de seu passivo monetário. O aceite da moeda-crédito deriva de sua capacidade de quitar contratos, enquanto seu valor depende da performance do empréstimo e do colateral associados com sua criação. (MOORE, 1988, p. xii, 10, 50, 243, 294)

Em economias baseadas na moeda-crédito não há escassez nas esferas monetária e financeira. As leis de Say e Walras não se aplicam, e não existem efeitos Pigou ou saldos reais. A moeda não é neutra porque o banco central e os bancos comerciais determinam seu preço (a taxa de juros), e este afeta o volume e a composição da

8 Este argumento é incorreto. Desde Ricardo, proponentes da teoria do valor trabalho sempre insistiram que, *ceteris paribus*, uma mudança na produtividade do trabalho no setor produtor de moeda (p. ex, a mineração de ouro) modificará o valor da moeda e, portanto, os preços de todas as mercadorias. Além disso, FOLEY (1994) demonstrou que, sendo a moeda mercadoria um ativo durável, seu valor corrente (e o nível de preços) pode variar devido à especulação com respeito à produtividade futura das tecnologias extrativas.

poupança e do investimento. (MOORE, 1988, p. 18-20, 290-91) Isto implica que a curva de demanda agregada é vertical no espaço renda-preço, e a inflação não é causada por excesso de oferta de moeda (ver seção 3, a seguir, e MOORE, 1988, p. 4, 241, 298, 316-17, 327, 330). Por fim, a visão convencional de que as taxas de juro são determinadas pela oferta e demanda de moeda é irrelevante, pois a moeda-crédito é produzida a custo zero. Por isso, o preço de oferta da moeda não deve aumentar com a quantidade de empréstimos, não havendo relação direta entre a taxa de juros e o volume de crédito. (MOORE, 1988, p. 258, 296)

3. MOEDA E INFLAÇÃO

Existem duas análises pós-keynesianas da inflação. Ambas são substancialmente distintas da visão convencional, porque presumem que não pode haver excesso de oferta de moeda-crédito. A análise mais conhecida argumenta que a inflação (de custos) resulta do conflito distributivo entre capitalistas, trabalhadores, o Estado, rentistas ou o resto do mundo (ver DALZIEL, 1990; LAVOIE, 1992, cap. 7; e MOORE, 1979, 1983; para uma excelente investigação teórica e empírica, ver BURDEKIN & BURKETT, 1996). No caso mais simples, presume-se que os salários nominais são determinados exogenamente, e que a massa salarial determina a demanda por crédito. Se os salários nominais aumentam, os bancos têm que acomodar a maior demanda por crédito, e o banco central tem que expandir a base monetária para preservar o nível de atividade. Isto implica que conflitos distributivos podem ser inflacionários se, na tentativa de preservar a integridade dos mercados financeiros e a continuidade da produção, o banco central validar demandas incompatíveis por fatias da renda nacional por meio de acomodação monetária.

Basil Moore (1988, p. 268, 287, 346-48, cap. 14) apresenta uma análise da inflação (de demanda) que tem uma ligação imediata com a visão horizontalista. Numa economia fechada, se o banco central fixa juros muito baixos, a demanda por moeda e o estoque de moeda-crédito crescem, e saldos previamente acumulados tendem a ser gastos. Se a taxa de crescimento da demanda agregada exceder a taxa de crescimento da economia a longo prazo, haverá inflação. Isto introduz um importante *caveat* na teoria da moeda endógena: se as taxas de juro real são muito baixas, os empréstimos concedidos pelo sistema bancário são restritos pelos empréstimos feitos ao sistema bancário. Entretanto, se as taxas de juro reais são muito altas, o volume de intermediação bancária é restrito pela demanda por crédito. (MOORE, 1988, p. 341, 348)

A abordagem do conflito distributivo implica que políticas de renda são a forma mais eficaz de se reduzir a inflação. Por outro lado, a análise de Moore implica que negociações possivelmente longas e complexas entre parceiros sociais são desnecessárias. Uma elevação substancial das taxas de juro reduzirá rapidamente a demanda por crédito e o nível de atividade, e por conseguinte a inflação.⁹ Em suma, dado que o banco central pode determinar o preço da liquidez, ele tem autonomia considerável para escolher a taxa de inflação e influência substancial sobre o nível de atividade econômica.

4. UM PASSO ATRÁS E DOIS PASSOS À FRENTE

Nesta seção avaliamos criticamente três aspectos da abordagem horizontalista: a análise da origem e do papel da moeda, o debate acerca da forma da curva de oferta de moeda, e as teorias da inflação. O título desta parte se justifica porque, apesar dos avanços obtidos recentemente, aspectos importantes da abordagem horizontalista ainda se revelam deficientes quando analisados à luz da teoria monetária derivada de Marx. Apenas com a desconstrução de aspectos importantes da teoria horizontalista (e, mais geralmente, pós-keynesiana) pode-se progredir rumo à elaboração de uma teoria não-ortodoxa consistente. Isto é feito nas seções seguintes.

4.1 A Origem e o Papel da Moeda

Em seu estudo cuidadoso da metodologia pós-keynesiana, Sheila Dow (1984) argumenta que esta teoria se baseia no tempo histórico (irreversível) ao invés do tempo lógico típico da teoria neoclássica, na formação de expectativas sob incerteza e no uso da moeda como reserva de valor. Estes fatores se relacionam estreitamente. O tempo histórico gera incerteza, porque o tempo é unidirecional, o passado é imutável, e o futuro é desconhecido. Isto constrange severamente as decisões de produção, consumo e investimento das firmas e das famílias. Para Davidson (1972^a, caps. 2, 3; 1972b, 1978; e 1982, cap. 2), a melhor forma de se ligar o passado inalterável ao futuro desconhecido é via contratos monetários. Isto implica que a mais importante função da moeda é a de reserva de valor.

9 Isto implica que se o banco central for responsável apenas pela estabilidade de preços a política econômica terá um viés em favor de altas taxas de juro (a não ser que haja mecanismos institucionais para traduzir altas taxas de desemprego em pressões para a queda dos juros).

É evidente que a irreversibilidade do tempo e a incerteza são aspectos inescapáveis da condição humana. Entretanto, é errado concluir que a forma mais racional de se conviver com elas é mediante contratos monetários. Todas as sociedades têm leis, hierarquias, costumes e crenças religiosas que reduzem a incerteza a respeito do futuro, e contribuem para a reprodução econômica do grupo, apesar da constante luta contra as forças da natureza. Muitas sociedades não-mercantis se comprovaram extraordinariamente resistentes, e duraram muito mais tempo que seus equivalentes capitalistas. A presunção de que a moeda é a melhor (ou, pior ainda, a única) forma de se reduzir a incerteza é um exagero sem qualquer base histórica. Ela transforma a moeda num componente indispensável da interação entre os povos e a natureza, e implica que sociedades se conformavam com um modelo que não representa sua experiência.¹⁰

Além disso, a abordagem pós-keynesiana não reconhece que a moeda pode **aumentar** a incerteza em torno das atividades econômicas, por duas razões. Primeiro, em economias mercantis a conexão indireta por meio da moeda substitui as ligações diretas e consuetudinárias entre os produtores. A relativa certeza da distribuição segundo linhas hierárquicas, familiares ou religiosas é substituída pela incerteza da distribuição baseada em rendas monetárias derivadas de vendas anteriores ou transferências, que não têm a mesma estabilidade. A incerteza torna-se ainda maior quando se inicia o comércio de moeda e de instrumentos financeiros derivados da moeda. Esta atividade geralmente leva à especulação desestabilizadora e a casos frequentes de fraude, que criam incertezas adicionais mesmo àqueles que não estão diretamente envolvidos nestas atividades.

Segundo, em economias capitalistas surge um tipo específico de incerteza, devido à extração de mais-valia. Este é necessariamente um processo monetário que envolve simultaneamente a produção, a circulação e a distribuição, e que continuamente gera conflitos nos locais de trabalho e na sociedade como um todo. A mais-valia é extraída em condições competitivas, o que explica a tendência rumo à geração de

10 WRAY (1990) é um caso extremo. Neste livro, ele argumenta que a moeda-crédito foi a primeira forma de moeda, criada como unidade de conta e instituída simultaneamente com a propriedade privada. Somente depois, com o desenvolvimento dos mercados, a moeda foi usada como meio de troca (p. 54). Este argumento é pouco crível, e não tem sustentação histórica (ver ITOH & LAPAVITSAS, 1998, cap. 10). Wray não reconhece que a propriedade privada é historicamente específica, e que a propriedade capitalista se baseia no controle dos meios de produção por uma classe que não está diretamente envolvida no processo produtivo. O conceito capitalista de propriedade é completamente diferente dos conceitos feudal, escravista ou tributário. Em suma, a noção de propriedade privada é muito complexa, e não pode servir como base teórica para a derivação da moeda.

mudanças técnicas que aumentam a produtividade do trabalho. O crédito (comercial e bancário) amplia a capacidade de um dado capital produzir mais-valia, ao mobilizar sua parte ociosa e permitir aos capitalistas antecipar seus retornos. Entretanto, o pagamento dos empréstimos (com juro) não pode ser garantido com antecedência, e isto não se deve apenas ao futuro desconhecido - esta proposição é trivial. Esta incerteza se deve a um conjunto complexo de fatores, que refletem o caráter social da produção e circulação de mais-valia, como veremos abaixo.

Num nível mais profundo, as contínuas mudanças técnicas (e as conseqüentes reorganizações da produção) desestabilizam os métodos de trabalho e exacerbam as relações antagônicas no local de produção e na sociedade em geral. Mudanças técnicas podem levar a demissões de trabalhadores (e também supervisores, gerentes etc.), desvalorizações das qualificações profissionais, máquinas e da infra-estrutura produtiva, alterações dos preços relativos, e à introdução de novos produtos e à eliminação de outros. Ao mesmo tempo, a produção tem que atender continuamente às demandas individuais e sociais por bens de consumo e de investimento.

Num nível menos abstrato, o uso do sistema financeiro para ampliar a produção de mais-valia pode induzir a crises econômicas e financeiras. Quando o otimismo generalizado se sustenta em altas contínuas dos preços dos ativos reais e financeiros, a excepcional facilidade de obtenção de crédito pode iludir os industriais, que passam a investir, antecipando retornos reais insustentáveis no longo prazo. A razão é evidente: não existe garantia de que a oferta de crédito vai gerar fluxos de valor e mais-valia, especialmente quando a flexibilidade na oferta de crédito permite ao capital ampliar o processo de acumulação aparentemente sem limites. Quando estes créditos passam a ser usados para pagar dívidas antigas a tensão no processo de acumulação pode atingir níveis de pré-crise; enquanto isso, torna-se problemática a geração de moeda ociosa para sustentar novos empréstimos. Assim, o uso generalizado da moeda e de instrumentos de crédito baseados na moeda no capitalismo pode levar a formas e níveis de incerteza e instabilidade econômica sem precedentes na história humana.

É necessário desenvolver uma explicação da origem e do papel da moeda em sociedades mercantis que evite tanto as deficiências da análise pós-keynesiana quanto os problemas da teoria neoclássica. A nosso ver, esta explicação deve se basear no argumento de Marx no capítulo 1 do *Capital I*. Para Marx, a moeda, enquanto equivalente geral, tem um papel especial na reprodução econômica. A moeda se origina a partir do caráter essencial da mercadoria, que é o de requisitar a troca com outra mercadoria com um valor de uso diferente. Isto transforma a outra mercadoria na forma equivalente do valor, a qual pode ser diretamente trocada

pela primeira. O desenvolvimento e generalização desta relação explica a monopolização das trocas diretas por uma mercadoria específica, que se torna moeda.¹¹ Em contraste, a teoria neoclássica presume *ex ante* que as mercadorias são trocadas diretamente, e em seguida tenta derivar a moeda como meio de troca. Este procedimento é logicamente falho porque, se as mercadorias podem ser trocadas diretamente, a moeda não pode ter nenhuma propriedade que a diferencie delas.

Para a economia política marxista, a moeda é inseparável das trocas, mas isto não implica que a moeda emerge quando grupos de caçadores-coletores se encontram pela primeira vez, ou que ela é inventada a partir de uma tentativa consciente de se reduzir os custos de transação. Ao contrário, ela é compatível com a noção de que a troca era marginal em sociedades pré-capitalistas, onde a moeda também tinha usos rituais e cerimoniais, e com a idéia de que a moeda **não** é essencial para a reprodução da sociedade humana.

Em contraste, as explicações pós-keynesianas do porquê de as trocas mercantis serem necessariamente monetárias baseiam-se na presunção de que a moeda necessariamente media toda a atividade econômica. Isto embute a moeda na estrutura de toda sociedade humana, o que é anistórico e falacioso. Teorias monetárias alternativas devem reconhecer que a existência (lógica e histórica) da moeda resulta da difusão das trocas, e que a moeda tem uma posição especial nas sociedades mercantis. A moeda pode ser usada como meio de troca, mas também como meio de pagamento, reserva de valor, e representante geral da riqueza. Em circunstâncias historicamente específicas, a moeda pode também se tornar capital. Apenas neste caso o crédito se torna uma força tão difusa quanto poderosa, sustentando a acumulação e ditando o passo da reprodução econômica.

4.2 A Oferta de Moeda e o Papel do Banco Central

Nem todos os pós-keynesianos admitem que a curva de oferta de moeda é horizontal. Esta hipótese foi criticada, por exemplo, por Rousseas (1986, caps. 3-4; 1989), para quem variações na demanda de moeda podem ser satisfeitas por mudanças na velocidade de circulação, no uso de fundos ou no volume de recursos ociosos, ou por meio de inovações financeiras, não sendo sempre necessária a

11 Isto não implica que a moeda deva ser sempre uma mercadoria. Para MARX (1983, p. 97), '[n]ão se reconhece ... no dinheiro, a espécie de mercadoria nele transformada. Em sua forma monetária, uma parece exatamente igual à outra. Dinheiro, por isso, pode ser lixo, embora lixo não seja dinheiro.' A possibilidade formal de existência da moeda sem valor intrínseco é derivada em SAAD FILHO (1997).

acomodação pelo banco central. Quando os bancos comerciais precisam de reservas eles geralmente emitem obrigações como CDs, elevando as taxas de juro para tornar atrativas aplicações menos líquidas. Assim, mesmo que a oferta de moeda seja endógena (no sentido de que a demanda cria a oferta), a curva de oferta de moeda é positivamente inclinada ao invés de horizontal. Pollin (1991, 1993) tem um argumento semelhante. Para ele, dadas as taxas de juro, os bancos podem elevar suas reservas aumentando a liquidez dos seus ativos. Assim, a curva de oferta de moeda é horizontal, mas só até o esgotamento do efeito das inovações financeiras; em seguida as taxas de juro aumentam. Entretanto, se a geração espontânea de reservas não for suficiente, uma crise de liquidez (e possivelmente financeira) pode ocorrer, a não ser que o banco central intervenha.

Wray (1990, caps. 3, 6) e Dow (1996) enfatizam a importância da preferência pela liquidez dos bancos para a determinação da inclinação da curva de oferta de moeda. A preferência pela liquidez é o desejo de manter ativos de curto prazo, que varia com o ciclo e o estado das expectativas, e pode afetar a demanda e a oferta de moeda. Para Dow, a curva de oferta de moeda não é sempre horizontal, porque nas recessões o aumento dos riscos tende a elevar a preferência pela liquidez dos bancos, levando ao racionamento do crédito. Por outro lado, quando a economia se recupera, os ativos das empresas tornam-se cada vez menos líquidos. A curva de oferta de moeda tende a se tornar vertical, a não ser que o banco central ofereça a liquidez necessária. O banco central vai eventualmente fornecer um maior volume de reservas para manter a estabilidade financeira, mas a taxas de juro mais elevadas. Assim, a curva de oferta de moeda sobe em degraus.¹²

A nosso ver, a disputa acerca do formato da curva de oferta de moeda é pouco importante, porque as diferentes posições derivam de distintos supostos sobre a política de juros do banco central. Mesmo sendo estas políticas importantes, a capacidade do banco central implementar suas intenções depende de condições mais gerais. A não ser que estas forças sejam analisadas primeiro, é difícil explicar as mudanças de política, bem como os diferentes resultados obtidos por políticas monetárias semelhantes, quando aplicadas em diferentes épocas ou países. A um nível bastante abstrato, os mais importantes dentre estes fatores são a forma de determinação da taxa de juro e sua relação com a taxa de lucro.

A oferta de capital de empréstimo pelos bancos e outras instituições financeiras tem uma base objetiva na rotação do capital social, e é geralmente independente da preferência pela liquidez. (ITOH & LAPAVITSAS, 1998, cap. 3) Durante sua

12 Para uma crítica horizontalista deste argumento, ver LAVOIE (1992, p. 202-03).

rotação, o capital cria fundos ociosos que: (a) compensam a depreciação física e técnica do capital fixo, e pagam sua manutenção e reparo; (b) permitem a expansão da acumulação; (c) absorvem o impacto de flutuações dos preços; e (d) ajudam a garantir a continuidade da produção, dada a alternância entre a produção e a circulação e a necessidade de se manter balanços precaucionários. Estes fundos temporariamente ociosos tendem a ser mantidos como depósitos bancários, e constituem a base das reservas do sistema bancário. Ao serem reciclados pelo sistema bancário, eles podem estimular a geração de mais-valia adicional em outros pontos da economia. **A criação regular de moeda ociosa durante a reprodução econômica é o fundamento do sistema de crédito capitalista.** De forma geral, o sistema de crédito é um mecanismo para a realocação de fundos ociosos entre capitais industriais e comerciais, aumentando a eficiência do processo de acumulação de capital, e ampliando seu alcance.

Os juros são uma parcela do lucro. Neste nível de análise, não há necessidade nem espaço para a intervenção do banco central na determinação da taxa de juros: ela reflete a oferta e demanda por capital de empréstimo. Enquanto pagamento *pro rata* pelo capital emprestado, a taxa de juros é completamente diferente da taxa de lucros, cujo nível reflete fatores materiais da produção, como o nível de salários reais e a composição e rotação do capital. Não existe nenhuma tendência para a equalização da taxa de juros com a taxa de lucros, ou entre a taxa de lucros dos capitais industriais, bancários e financeiros. (FINE, 1989, p. 86-87; ITOH & LAPAVITSAS, 1998, caps. 3, 6) Esta desigualdade reflete a diferença estrutural entre estes capitais (o primeiro sendo parte integral do circuito do capital total, e os demais sendo formados a partir da acumulação de moeda ociosa, portanto, fora do circuito do capital social). Num nível diferente, esta desigualdade reflete o caráter da migração de capital entre estes dois setores: por exemplo, se o capital industrial se metamorfoseia em capital de empréstimo para aproveitar-se de uma taxa de retorno mais levada, isto pode reduzir o volume e a taxa de lucros gerados por um dado capital social. Empiricamente, a diferença entre a taxa de juros e a taxa de lucros aparece como os padrões de movimento distintos das taxas de lucro e de juro durante o ciclo, normalmente em direções opostas.¹³

13 Nas crises, a taxa média de lucro pode não ser o limite superior para a taxa média de juros. Isto demonstra que, apesar de sua função positiva ao mobilizar fundos ociosos, o capital financeiro também pode desestabilizar a acumulação real ao absorver forçosamente parte do capital industrial. Este papel potencialmente destrutivo pode ser explicado pela posição relativamente autônoma do capital financeiro ante o capital social.

O sistema de crédito é um conjunto de mecanismos sociais dedicado à coleta de capitais de empréstimo e sua canalização rumo ao processo de acumulação. O sistema de crédito tende a assumir uma estrutura piramidal: ele se baseia no crédito comercial, e sobre esta base se adicionam sucessivas camadas de crédito bancário, interbancário, e do banco central. (ITOH & LAPAVITSAS, 1998, ch 4) O banco central emerge espontaneamente como centralizador das reservas do sistema bancário, e provedor da moeda-crédito de maior aceitação, usada no ‘clearing’ por instituições financeiras e mercantis. O poder do banco central para afetar as taxas de juro deriva de sua posição pivotal no mercado monetário. Devido à sua posição especial, o banco central pode afetar os termos e o preço nos quais o capital de empréstimo é transacionado no mercado monetário, afetando, assim, as taxas de juro em toda a economia.

Os seguintes fatores são importantes na determinação da habilidade do banco central para influenciar as taxas de juro. Em primeiro lugar, e de modo geral, a possibilidade do passivo monetário do banco central ser convertido num ativo de reserva (ouro, divisas internacionais etc.). Se a moeda for conversível, é evidente que a capacidade de o banco central afetar o volume de seu passivo circulante, e determinar o seu preço, depende do tamanho e das flutuações de suas reservas. Se, por exemplo, o banco central for confrontado com uma rápida perda de reservas, devido a um colapso da confiança no sistema de crédito doméstico, as taxas de juro imediatamente sobem, mas isto não se deve a uma política deliberada do banco central. O banco apenas procura defender suas reservas. A conclusão relevante para nossos propósitos é que **não pode haver uma teoria abstrata da capacidade de o banco central influenciar as taxas de juro**. Isto depende da estrutura institucional do sistema monetário e creditício, e da maneira segundo a qual as pressões econômicas são refratadas por meio daquela estrutura institucional.

Segundo, mesmo se o passivo monetário do banco central não for diretamente conversível num ativo de reserva, sua capacidade de influenciar as taxas de juro é limitada pela posição do balanço de pagamentos. Vamos supor que um tipo de moeda-crédito (o dólar) atue como meio de pagamento internacional: o banco central que emite dólares tem uma posição muito diferente da dos demais. Os últimos podem ter dificuldade de preservar suas reservas de dólares dadas as pressões externas e, portanto, estão sujeitos a uma disciplina externa muito mais severa (e têm menos graus de liberdade para a determinação das taxas de juro) que o *Federal Reserve System*.¹⁴ Entretanto, mesmo o *Federal Reserve System* não tem completa

14 Este ponto é extremamente relevante para o desenvolvimento da teoria monetária pós-keynesiana, dado que suas generalizações teóricas sobre a oferta de moeda-crédito tipicamente derivam da experiência norte-americana.

liberdade para determinar as taxas de juro domésticas, em virtude de seu impacto sobre as taxas de câmbio, e destas sobre o custo dos insumos e a receita de exportações.

Terceiro, a possibilidade de crise econômica e financeira, endêmica no capitalismo, também limita a capacidade de o banco central influenciar as taxas de juro.¹⁵ Esta limitação deriva da responsabilidade de o banco central manter a ordem no mercado financeiro, e evitar um colapso do crédito. Vários pós-keynesianos críticos da abordagem horizontalista tentaram incorporar a possibilidade de crise como uma restrição de política econômica. Infelizmente, estas explicações geralmente não partem de uma análise das causas sistemáticas da crise. Na seção 4.1 argumentamos que a economia capitalista é intrinsecamente instável devido às forças conflitantes da extração, realização e acumulação de mais-valia sob condições competitivas. Neste contexto, o papel do sistema de crédito (e, de modo geral, da finança) é muito mais complexo do que pode ser deduzido a partir das análises de Moore e Lavoie a respeito da criação endógena de moeda e crédito.

O papel do banco central envolve muito mais que prover reservas a um certo preço, permitindo aos bancos sustentar o volume desejado de moeda-crédito. Numa crise financeira, o banco central é confrontado com a necessidade de oferecer liquidez ao sistema financeiro para evitar a possibilidade de falências resultantes da incapacidade de pagamento. Esta necessidade vai além do requerimento normal de sustentar o volume de moeda-crédito. Além disso, se a segurança dos depósitos for posta em dúvida, cresce a pressão para o banco central intervir diretamente nos mercados. Como ele o faz depende, principalmente, da necessidade de proteger suas próprias reservas. Defender suas reservas de ativos é prioritário para o banco central. Isto leva ao aumento da taxa de desconto durante a crise, e à recusa de acomodar os pedidos desesperados de liquidez dos bancos. Se não existe convertibilidade, o banco central pode elevar a taxa de desconto (refletindo a maior demanda no mercado monetário), ou reduzi-las (para aliviar a pressão sobre os devedores), e exercer maior discricção com respeito à acomodação. Isto não significa que todos os pedidos de empréstimo serão atendidos. Por um lado, o banco central tem em conta o *'moral hazard'* criado ao evitar a penalidade última por decisões de crédito e investimento que não geraram a mais-valia esperada. Por outro lado, a flexibilidade do capital de empréstimo implica que recusas parciais e seletivas de acomodar não necessariamente destroem o crédito em geral. Mesmo se alguns

15 ITOH & LAPAVITSAS (1998, cap. 6) identificam dois tipos de crise financeira: as que derivam (e exacerbam) das crises industriais, e as que se originam puramente das atividades do sistema de crédito.

bancos ou companhias falirem, o sistema financeiro como um todo não tem por que entrar em colapso.¹⁶

Recapitulando, **não pode existir nenhuma teoria geral das políticas do banco central**. Elas dependem da estrutura institucional, especialmente da relação entre as reservas e o passivo do banco central. Além disso, a determinação das taxas de juro reflete a interação entre o sistema de crédito e o processo real de acumulação. Na tentativa de desenvolver uma teoria geral da moeda-crédito, Moore e Lavoie falaciosamente generalizam a experiência dos grandes bancos centrais durante o último quarto de século, especialmente nos EUA, onde a pressão para se defender as reservas do banco central e a taxa de câmbio não foram particularmente severas. Mesmo assim, eles subestimam a capacidade do banco central de restringir quantitativamente seu passivo. Apesar destas deficiências, a ênfase pós-keynesiana na gerência das taxas de juro de curto prazo parece ser reivindicada pela ênfase atual dada por bancos centrais completamente ortodoxos, mesmo se ela não é explicada nos mesmos termos. Este é certamente um avanço, se for comparado com as metas monetárias típicas do final dos anos 70 e começo dos 80. As políticas hoje seguidas por boa parte dos grandes bancos centrais são um tributo aos autores pós-keynesianos que anteciparam este processo há muitos anos.

4.3 Inflação

O problema da estabilidade do valor da moeda-crédito é muito mais importante que o formato da curva de oferta de moeda, mas ele tem sido analisado em muito menos detalhes. Moore e Lavoie argumentam que a oferta de moeda-crédito é endógena porque empréstimos bancários criam moeda, cuja demanda é determinada pela acumulação real. Eles não demonstraram, entretanto, que o sistema de crédito produz um meio de circulação e de pagamento em quantidades compatíveis com as outras variáveis da acumulação, como, por exemplo, o nível de preços, o produto real, e a velocidade da moeda, sem mencionar fatores mais dinâmicos como a produção e circulação ininterrupta de mais-valia e os fluxos internacionais de valor. Mesmo se a oferta de moeda corresponde à demanda, num sentido individual, a endogeneidade **não implica** que a quantidade de moeda-

16 A redução da necessidade de defender a reserva de ativos reduz a probabilidade de desordem financeira no sentido clássico. Entretanto, ela aumenta o risco de desordem internacional. A falta de um ativo de reserva com valor nominal fixo (como o ouro sob o padrão-ouro e, em certa medida, sob o sistema de Bretton Woods) remove a rigidez das taxas de câmbio e permite que elas flutuem quase sem limite.

crédito está em harmonia com os requisitos sociais da acumulação.¹⁷ A distinção entre a criação individual de moeda-crédito e as necessidades da circulação é um aspecto essencial das teorias alternativas da moeda e do crédito, permitindo-lhes escapar das falácias associadas à doutrina das *'real bills'*.¹⁸

Isto tem uma implicação direta para as análises pós-keynesianas da inflação discutidas na parte 3. A visão mais comum é de que se os salários nominais são determinados institucionalmente, as firmas em seguida determinam os preços por *mark-up*. A inflação é causada pela disputa por fatias da renda real mediante a acomodação monetária do banco central. Para Davidson (1989), este processo pode ser controlado por políticas governamentais de pleno emprego, sustentadas por políticas de renda.

Isto não é necessariamente correto. Como já vimos, o sistema financeiro não estabelece espontaneamente a harmonia entre a demanda e a oferta de moeda-crédito. Portanto, pode haver instabilidade no valor da moeda-crédito por causas puramente monetárias. Se existe convertibilidade entre a moeda-crédito e um ativo de reserva, existe uma âncora nominal para o valor da moeda. Esta âncora opera por meio da necessidade de os bancos manterem reservas adequadas, restringindo a possibilidade de estes criarem moeda-crédito, e da inexistência de descontos no valor da moeda-crédito relativamente ao ativo de reserva. Isto não implica que não possam existir flutuações significativas no valor da moeda-crédito, mas simplesmente que a reserva oferece um mecanismo automático de estabilização. A remoção da convertibilidade cria a possibilidade de ocorrência de perturbações freqüentes no valor da moeda-crédito por razões puramente monetárias.

17 MOORE (1991) não admite que esta desarmonia possa existir. Em seu debate com GOODHART (1989, 1991), Moore afirma que não existe uma oferta e demanda independentes por moeda-crédito. Seu argumento deriva do conceito de 'empréstimos de conveniência,' pelo qual os depósitos criados como resultado dos empréstimos serão sempre demandados devido à liquidez que proporcionam. Esta noção é falha, como demonstram ARESTIS & HOWELL (1996). Em geral, as teorias antiquantitativas sempre reconheceram que a demanda individual por moeda e a quantidade total de moeda necessária na circulação são determinadas antes, e independentemente, da demanda por crédito.

18 Para Adam Smith, bancos que descontam apenas *'real bills'* podem estar certos de que suas reservas nunca ficarão baixas porque novos empréstimos serão sempre compensados por pagamentos. Por associação, Smith também afirma que se os bancos só descontarem *'real bills'* a quantidade de moeda-crédito se ajustará às necessidades da circulação. Thornton demonstrou conclusivamente que Smith estava errado. Para THORNTON (1802, caps. 1-2), é errado afirmar-se que *'real bills'* sempre representam valores reais, pois a venda de um lote de mercadorias pode dar origem a muitas *'real bills'*, conforme os produtos passem de um comerciante para outro.

O colapso do sistema de Bretton Woods pode ser interpretado nestes termos. A âncora do valor da moeda-crédito foi removida, ao mesmo tempo em que a autonomia do setor financeiro relativamente à acumulação real aumentava substancialmente. Assim, o potencial para a instabilidade do valor da moeda-crédito aumentou consideravelmente. No mundo pós-Bretton Woods, pode haver inflação permanente devido a razões puramente monetárias, bem como bolhas especulativas envolvendo ativos financeiros, que podem ser danosos à acumulação. Neste caso, políticas de renda são irrelevantes para prevenir a inflação, e podem ser contrárias aos interesses dos trabalhadores à medida que impeçam os reajustes nominais (e, portanto, reais) dos salários.

A explicação alternativa da inflação proposta por Moore (1988) também é incorreta. Apesar de Moore reconhecer a possibilidade de excesso de oferta de moeda-crédito, a responsabilidade é atribuída inteiramente ao banco central por ter fixado taxas de juro muito baixas. Entretanto, é errado presumir-se que existe, a qualquer tempo, uma taxa de juros ‘correta’ que o banco central deveria descobrir e impor aos mercados. Taxas de juro baixas facilitam a adoção de projetos de investimento especulativos e insustentáveis, e podem ser inflacionárias no sentido de Moore. Entretanto, elas barateiam a adoção de novas tecnologias, facilitam a modernização do estoque de capital, e promovem a reestruturação do capital por meio de fusões e aquisições. Taxas de juro elevadas reduzem a inflação porque elas restringem as vendas, os salários nominais, a criação de novos empregos e a acumulação real. Ao fazer isso, elas reduzem a capacidade de o capital se reestruturar por meio da adoção de novas tecnologias (taxas de juro elevadas facilitam as reestruturações via falências, que tendem a desperdiçar recursos reais). Por fim, como demonstramos na parte 4.1, os resultados de mudanças na produção podem não ser exatamente os planejados. Elas podem encontrar resistências devido a seu impacto social assimétrico, ou podem fracassar devido à concorrência, mudanças nas preferências, ou simplesmente devido a um julgamento equivocado das condições do mercado. Por mais sofisticado que seja o modelo econométrico do banco central, ou qualquer que seja sua política de juros, os dois lados da moeda não podem ser separados. O ciclo é inevitável, e o nível de preços é instável numa economia baseada na moeda-crédito, por razões além do controle de qualquer banco central.

5. CONCLUSÃO: TRAÇANDO NOVOS CAMINHOS

Ao invés de repetir os argumentos desenvolvidos acima numa forma reduzida, utilizaremos este espaço para delinear três requisitos para uma teoria alternativa, não-ortodoxa, da moeda endógena.

Primeiro, esta teoria deve ser historicamente específica e baseada nas características particulares da produção capitalista (especialmente a concorrência, o trabalho assalariado e a extração de mais-valia). Neste contexto, as funções da moeda como meio de pagamento e reserva de valor são essenciais. Ao mesmo tempo, o caráter da moeda como monopolizadora das trocas, e a natureza de suas relações com as mercadorias, devem ser entendidas com clareza. O principal, entretanto, é não se perder de vista o papel historicamente excepcional da moeda no capitalismo, que reflete o fato desta economia ser baseada na produção de valor. É uma completa falácia fazer generalizações a partir desta experiência limitada e atribuir à moeda um papel central na regulação das atividades humanas. Não é impossível para as sociedades humanas se organizarem sem utilizar a moeda como reserva de valor e empregadora da capacidade humana para o trabalho, mesmo se a moeda for utilizada como meio de troca.

Segundo, a moeda-crédito é uma forma avançada de dinheiro, criada principalmente como parte do passivo dos bancos e outras instituições financeiras. Sua oferta é endógena num sentido mais profundo e complexo que a análise pós-keynesiana pode conceber. O crédito bancário envolve a coleta e o adiantamento de capital de empréstimo, criando moeda-crédito neste processo. As fontes do capital de empréstimo incluem a moeda ociosa criada durante a rotação do capital total. O pagamento sistemático do capital de empréstimo (mais juros) depende criticamente da criação de fluxos de valor e mais-valia durante o processo de produção. Os pós-keynesianos estão corretos ao enfatizar que a oferta de moeda-crédito responde passivamente à demanda. Mesmo quando o passivo das instituições financeiras é criado, sem que fundos ociosos tenham se acumulado primeiro a partir do processo de acumulação real, como ocorre quando estas instituições antecipam retornos prospectivos, a incerteza inerente à acumulação e as crises que ela gera impõem limites à sua capacidade de gerar crédito. Neste contexto, apesar do banco central poder regular parcialmente o sistema de crédito, sua capacidade de determinar a taxa de juros e seu próprio passivo monetário é limitada.

Terceiro, apesar da moeda-crédito ser endógena, a quantidade ofertada não é necessariamente compatível com as necessidades da circulação. A demanda social por moeda depende dos valores e volumes de mercadorias produzidas, da velocidade da moeda e da propensão a poupar. A oferta de moeda-crédito depende da demanda de crédito, da geração de capital de empréstimo e do pagamento regular das dívidas antigas. É apenas um ato de fé afirmar que as operações do sistema de crédito harmoniosamente balanceiam as duas. A convertibilidade da moeda-crédito num ativo de reserva com valor próprio é um meio de se estabilizar o valor da moeda-crédito. Este ativo pode atuar como âncora, ao constituir parte da reserva dos bancos, e por meio do simples fato da convertibilidade de um tipo de moeda em outro. Na ausência de um ativo de reserva, não existe garantia da estabilidade do

valor da moeda. Instabilidade aguda, por exemplo na forma de inflação ou falências e desemprego, é possível por causas puramente monetárias.

Autores pós-keynesianos têm contribuído muito para a produção de uma teoria alternativa da moeda e do crédito que supere as limitações das abordagens convencionais. Entretanto, o progresso desta teoria depende de uma explicação convincente e historicamente relevante da moeda e do crédito capitalistas, suas relações complexas com os circuitos de produção e circulação, e a instabilidade que permeia a acumulação de capital. Neste artigo, nós contribuímos para o esclarecimento de algumas destas questões.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARESTIS, P. & HOWELLS, P. Theoretical reflections on endogenous money: the problem of convenience lending. *Cambridge Journal of Economics*, v. 20, n. 5, September 1990.
- BURDEKIN, R. & BURKETT, P. *Distributional conflict and inflation: theoretical and historical perspectives*. London: Macmillan, 1996.
- DALZIEL, P. Market power, inflation, and incomes policies. *Journal of Post-Keynesian Economics*, 12, p.424-438, Spring 1990.
- DAVIDSON, P. *Money and the real world*. Macmillan: London, 1972a.
- _____. A Keynesian view of Friedman's theoretical framework for monetary analysis. *Journal of Political Economy*, 1972b. Reprinted in *Money and employment, the Collected Writings of Paul Davidson*. Macmillan: London, 1990.
- _____. Why money matters: lessons from a half-century of monetary theory. *Journal of Post-Keynesian Economics*, 1978. Reprinted in *Money and employment, the Collected Writings of Paul Davidson*. Macmillan: London, 1990.
- _____. *International money and the real world*. London: Macmillan, 1982.
- _____. Keynes and money. In: HILL, R. (ed.), *Keynes, money and monetarism*. London: Macmillan, 1989.
- DOW, S. Methodology and the analysis of a monetary economy. *Economies et Sociétés*, 18, 1984. Reprinted in *Money and the economic process*. Aldershot: Edward Elgar, 1990.
- _____. Horizontalism: a critique. *Cambridge Journal of Economics*, v. 20, n. 4, July 1996.
- FINE, B. *Marx's capital*. 3rd ed. Basingstoke: Macmillan, 1989.

- FOLEY, D. *Asset speculation in Marx's theory of money*. Unpublished manuscript, 1994.
- GERMER, C.M. A teoria de Marx sobre o dinheiro e o dinheiro de crédito. *Economia*, 17, p. 97-122, 1993.
- _____. O sistema de crédito e o capital fictício em Marx. *Ensaio FEE*, p. 179-201, 1994.
- GOODHART, C. A. E. Has Moore become too horizontal? *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 12, n. 1, Fall 1989.
- _____. Is the concept of an equilibrium demand for money meaningful? A reply to "has the demand for money been misled?" *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 14, n. 1, Fall 1991.
- ITOH, M. & LAPAVITSAS, C. *Political economy of money and finance*. London: Macmillan, 1998.
- KLASBRUNN, V. H. *Considerações sobre a categoria dinheiro de crédito*. 1991, mimeo.
- LAVOIE, M. *Foundations of post-Keynesian economic analysis*. Aldershot: Edward Elgar, 1992.
- MARX, K. *O capital: crítica da economia política*. São Paulo: Abril Cultural, 1983 (Os Economistas).
- MOLLO, M. L. R. A endogeneidade pós-keynesiana da moeda: traços ortodoxos e heterodoxos. *Estudos Econômicos*, v. 27, n. 3, p. 395-416, set./dez. 1997.
- MOORE, B. The endogenous money stock. *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 2, n. 1, Fall 1979.
- _____. Unpacking the post Keynesian black box: bank lending and the money supply. *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 5, n. 4, Summer 1983.
- _____. How credit drives the money supply: the significance of institutional developments. *Journal of Economic Issues*, v. 20, n. 2, June 1986.
- _____. *Horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money*. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.
- _____. Has the demand for money been misled? A reply to "has Moore become too horizontal?" *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 14, n. 1, Fall 1991.
- POLLIN, R. Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 13, n. 3, Spring 1991.
- _____. Money supply endogeneity: what are the questions and why do they matter? In: NELL, E & DELEPLACE, G. (eds.), *Money in motion: the circulation and post Keynesian approaches*. New York: Macmillan, 1993.
- ROUSSEAS, S. *Post Keynesian monetary economics*. Armonk: ME Sharpe, 1986.

- _____. On the endogeneity of money once more. *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 11, n. 3, Spring 1989.
- STUDART. *Investment finance in economic development*. London: Routledge, 1995a.
- _____. Saving, financial markets and economic development: theory and lessons from Brazil. In: ARESTIS, P. & CHICK, V. (eds.), *Finance, development and structural change*. Aldershot: Edward Elgar, 1995b.
- WRAY, R. *Money and credit in capitalist economies*. Aldershot: Edward Elgar, 1990.

Este artigo é uma versão revisada de 'Three prerequisites for an alternative theory of money and credit,' a ser publicado em A. FREEMAN, A. KLIMAN & J. WELLS (eds.), *New value theory*. Cheltenham: Edward Elgar, 1998.

(Recebido em junho de 1998. Aceito para publicação em outubro de 1998).