

Daniela Freddo¹
Adriana Moreira Amado²

Estado, moeda e regulação: como a concepção sobre a moeda afeta o papel do Estado na regulação econômica

RESUMO

A revolução keynesiana foi acolhida pela teoria econômica clássica sem incorporar seu mais radical princípio: a questão da moeda. Procura-se desenvolver esta ideia principal de Keynes — que postulou a não neutralidade da moeda em frontal oposição ao pensamento econômico ortodoxo — como a origem de um debate econômico nunca resolvido e que constitui, portanto, uma das fontes alimentadoras das diferenças que separam heterodoxia e ortodoxia, tanto na interpretação sobre a dinâmica como sobre o papel do Estado na regulação da economia.

Palavras-chave

Estado; Moeda; Regulação.

ABSTRACT

The Keynesian revolution was welcomed by classic economic theory without, however, taking into account its most radical principle: the question of money. This article seeks to develop this important idea put forward by Keynes, who postulated the non-neutrality of money, in direct contrast to orthodox economic thinking, as part of the origin of an economic debate that has never been put to rest. Indeed, this constitutes one of the sources of the divide that exists between orthodoxy and unorthodoxy, in terms of interpreting both the dynamic as well as the role of the State in the regulation of the economy.

Keywords

The State; Money; Regulation.

1. Professora adjunta do Departamento de Economia da Universidade de Brasília. Possui doutorado em economia, na área de economia política, pela UnB (2015). Possui mestrado em teoria econômica, pela Universidade de Campinas (2011), onde cursou graduação (2002). Leciona as matérias de formação econômica, economia política e história econômica geral. E-mail: danielafreddo@unb.br

2. Possui graduação pela Universidade de Brasília (1988), mestrado em economia pela UnB (1991) e doutorado em economia pela University College London (1995). Atualmente é professora titular da Universidade de Brasília, aonde também exerce a função de chefe do departamento. Também é coordenadora da área de economia da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes). Tem experiência na área de economia, com ênfase em economia monetária e fiscal. Atuando principalmente nos seguintes temas: economia monetária, moeda, não neutralidade. Leciona, na graduação e pós-graduação, os seguintes cursos: formação econômica do Brasil, teoria monetária e financeira, teoria monetária keynesiana, evolução das ideias econômicas, dentre outras. E-mail: uctpama@unb.br

Introdução

Quando John Maynard Keynes afirmou que, para pensar algo novo, era sempre necessário voltar-se à releitura dos clássicos, dificilmente ele teria imaginado que a sua obra seminal, ao propor uma revolução na forma de pensamento sobre a economia, teria também de ser relida, como um clássico.

A publicação da *Teoria geral do emprego do juro e da moeda* data de 1936; no entanto, após 80 anos, as críticas elaboradas nesta obra permanecem. Além de Keynes ter compreendido de forma muito perspicaz o funcionamento de uma economia de mercado, a teoria econômica ortodoxa — denominada teoria econômica clássica — resiste a assimilar as inovações teóricas radicais introduzidas por Keynes e aperfeiçoadas por seus seguidores.

A ortodoxia econômica, por recusar sistematicamente as inovações introduzidas por Keynes acerca do pensamento econômico, permanece plena de pressupostos que não são condizentes com a realidade. Isso se justifica parcialmente porque o abandono de pressupostos e postulados subjacentes à ortodoxia poderia significar o desmonte teórico dessa escola de pensamento.

Após a publicação da *Teoria geral*, notaram-se dois movimentos distintos na história do pensamento econômico, ambos consequências da chamada revolução keynesiana: a reafirmação dos pressupostos clássicos, buscando remendar os alicerces destruídos por Keynes, iniciados com a síntese neoclássica, passando pelo monetarismo e culminando nas escolas novo-clássica e novo-keynesiana; mas também o nascimento de uma escola de pensamento nova, a pós-keynesiana, a qual tem por objetivo mostrar uma compreensão diversa da organização de uma economia de mercado seguindo primordialmente os pressupostos elaborados por Keynes na *Teoria geral* e em publicações subsequentes.

Na *Teoria geral*, como forma de retórica, Keynes coloca a “teoria clássica” como um caso especial da qual estava postulando — inclusive, o “geral” do título desse livro remete ao fato de que a teoria a ser apresentada servia para pensar sobre quaisquer casos possíveis da sociedade econômica em que vivemos, ou seja, era geral, sendo que a teoria clássica só serviria para um caso especial.³

Keynes muito provavelmente usa esse artifício retórico para facilitar a aceitação de suas ideias nos centros acadêmicos de renome à época. O autor não desejava que sua obra fizesse parte de um mundo marginal das ideias econômicas, mas que revolucionasse as ditas “ciências econômicas”, que a sua publicação significasse o mesmo que *A riqueza das nações*, de Adam Smith, representou na origem da economia política clássica, permanecendo até hoje como o

3. “Denominei este livro *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*, dando especial ênfase ao termo geral. O objetivo deste título é contrastar a natureza de meus argumentos e conclusões com os da teoria clássica, na qual me formei, que domina o pensamento econômico, tanto prático quanto teórico, dos meios acadêmicos e dirigentes desta geração, tal como vem acontecendo nos últimos cem anos. Argumentarei que os postulados da teoria clássica se aplicam apenas a um caso especial e não ao caso geral, pois a situação que ela supõe acha-se no limite das possíveis situações de equilíbrio. Ademais, as características desse caso especial não são as da sociedade econômica em que realmente vivemos, de modo que os ensinamentos daquela teoria seriam ilusórios e desastrosos se tentássemos aplicar as suas conclusões aos fatos da experiência” (KEYNES, 1936, p. 15)

esteio do pensamento ortodoxo. Muito provavelmente, por essa razão, relutou em aceitar as críticas acerca do funcionamento de uma economia de mercado que já existiam à época, como as de Karl Marx.

Entretanto, no curso da história do pensamento econômico, a teoria econômica ortodoxa reafirmou seus pressupostos após a revolução keynesiana e se manteve como pensamento dominante tanto nos centros universitários como nas instituições que conduzem a política econômica em âmbito nacional e internacional do Ocidente. A ruptura teórica e metodológica proposta por Keynes continua a ser estudada, pensada e reformulada principalmente por aquela que se denomina escola pós-keynesiana, a qual veio a se colocar no meio acadêmico não para fechar as lacunas da teoria ortodoxa, mas de forma concorrente epistemologicamente a ela, pois a mudança dos pressupostos clássicos na forma que a escola pós-keynesiana prevê significaria a implosão do próprio arcabouço teórico ortodoxo, nos moldes propostos originalmente por Keynes.

O objetivo deste artigo é contribuir para o debate sobre uma das principais controvérsias introduzidas por Keynes e desenvolvidas pela escola pós-keynesiana: de que forma a negação dos postulados clássicos acerca do papel da moeda interfere na perspectiva de como o Estado deve atuar no funcionamento da economia. Conforme proposto por Mollo (2004, p. 324), neste artigo, distingue-se ortodoxia de heterodoxia pela aceitação ou negação da teoria quantitativa da moeda e da lei de Say.

Além desta introdução, este artigo divide-se em quatro seções. Na primeira, analisam-se as discordâncias entre o papel da moeda sob a perspectiva ortodoxa e pós-keynesiana. Na segunda, os condicionantes da taxa juros para a heterodoxia. Na terceira, a relação entre moeda e Estado, para que, na quarta seção, seja analisada a regulação e atuação do Estado em uma “economia monetária de produção”.

1. Moeda em uma economia neutra e em uma monetária de produção

A principal discordância de Keynes em relação aos clássicos refere-se ao papel da moeda em uma economia que denominou “economia monetária de produção” ou “economia empresarial”, que aparece em seus escritos de 1933: *A monetary theory of production* (KEYNES, 1933a) e em *The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy* (KEYNES, 1933b). Keynes, nesses trabalhos, cobra a existência de uma teoria monetária que vá além da distinção convencional entre economia de trocas diretas e economia monetária. Pois, nesta última, pela forma como estava definida até então, o dinheiro teria um papel neutro como mero facilitador das trocas:

It [money] is not supposed to affect the essential nature of the transaction from being, in the minds of those making it, one between real things, or to modify the motives and decision of the

parties to it. Money, that is to say, is employed, but is treated as being in some sense neutral.
(KEYNES, 1933a, p. 408)

Nessa economia, o dinheiro seria um facilitador das trocas entre “coisas reais”. Segundo Keynes, isso não configura uma economia monetária *stricto sensu*, mas sim uma “economia de trocas reais” (KEYNES, 1933a) ou uma “economia cooperativa” (de salários reais) ou “neutra” (KEYNES, 1933b), uma vez que o objetivo do investimento é a própria produção e não a valorização do capital empregado pelo investidor — deste modo, o dinheiro não afeta a decisão do investidor.

A economia cooperativa é descrita de modo que as trocas são feitas diretamente e o produto de um período é dividido conforme a participação dos fatores de produção. Na economia neutra, existe a figura do empresário que faz investimentos produtivos e contrata fatores de produção em moeda, mas ocorre a presença de um mecanismo que assegura que o valor monetário das remunerações dos fatores corresponda exatamente à parte do produto corrente que lhe seria devido em uma economia cooperativa. E toda a renda recebida pelos fatores de produção é necessariamente gasta na aquisição da produção corrente — a lei de Say está presente. Já em uma economia monetária de produção ou economia empresarial, os empresários contratam fatores de produção em moeda, mas não há mecanismo que garanta que toda renda seja gasta na aquisição da produção corrente, ou seja, a lei de Say não vigora.

Keynes concorda com Karl Marx sobre o objetivo do processo produtivo em uma “economia empresarial” ou em uma “economia monetária de produção” *strictu sensu*:

The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy bears some relation to a pregnant observation made by Karl Marx, though the subsequent use to which he put this observation was highly illogical. He pointed out that the nature of production in the actual world is not, as economists often suppose, a case C – M – C' i.e. of exchanging commodity (or effort) for money in order to obtain another commodity (or effort). That may be standpoint of the private consumer. But it is not the attitude of business, which is a case of M – C – M', i.e. of parting with money for commodity (or effort) in order to obtain more money.
(KEYNES, 1933b, p. 81)

Ou seja, o dinheiro é peça fundamental no processo produtivo:

The theory which I desiderate would deal, in contradistinction to this [a real exchange economy], with an economy in which money plays a part of its own and affects motives and decisions and is, in short, one of the operative factors in the situation, so that the course of events cannot be predicted, either in the long period or in the short, without a knowledge of the behavior of money between the first state and the last. (KEYNES, 1933a, p. 408-409)

Após essas distinções, Keynes tece fortes críticas à teoria econômica vigente que, por tanto tempo, vinha ignorando a participação fundamental do dinheiro na atividade econômica. Sempre citando os Princípios de Marshall, o autor evidencia que os pressupostos subjacentes à análise econômica clássica são os mesmos da economia de trocas reais ou neutra. No entanto, até aquele momento, os pressupostos que garantiam a neutralidade da moeda eram tácitos e nunca discutidos, eles estariam “profundamente impregnados” nas análises e os próprios teóricos econômicos não se dariam conta disso (KEYNES, 1933a, p. 410-411).

O problema decorrente é a ponte analítica não trivial entre uma economia neutra e os fatos que acontecem no mundo real. Isso impediria a atuação correta do Estado na resolução dos problemas que se apresentavam, principalmente, àqueles relacionados ao gerenciamento de crises. Segundo Keynes, a teoria clássica sequer considerava a possibilidade de oscilações no ciclo de negócios. Não concebia a ideia de *booms* e depressões, portanto, jamais poderia ajudar a explicar os fenômenos econômicos que levassem a crises econômicas. Para Keynes (1933a, p. 410-411) os mesmos pressupostos que levam à neutralidade da moeda também são os que garantem que crises econômicas não ocorrem. As políticas econômicas derivadas do pensamento tradicional estariam, portanto, incorretas:

The idea that it is comparatively easy to adapt the hypothetical conclusions of a real wage economics to the real world of monetary economics is a mistake. It is extraordinarily difficult to make the adaptation, and perhaps impossible without the aid of a developed theory of monetary economics. (KEYNES, 1933a, p. 410)

Se a moeda em uma “economia monetária de produção” não é neutra, qual é o papel que ela desempenha no ciclo de negócios? A resposta a esta pergunta é o cerne da inovação teórica keynesiana, a qual só ficará clara na publicação da *Teoria geral* e nos artigos posteriores.

A ruptura teórica keynesiana com os clássicos perpassa três fundamentos que estão presente na *Teoria geral*: a noção de tempo, incerteza e a influência dessas variáveis na concepção de moeda. Posteriormente, as escolas pós-keynesianas e neoclássicas continuarão discordando nesses aspectos.

Como já ressaltado em trabalhos pós-keynesianos (CARVALHO, 1983-1984; DAVIDSON, 1978; AMADO, 2000), existem diferentes concepções teóricas sobre o tempo e isso afeta o entendimento sobre o funcionamento do sistema econômico e, conseqüentemente, o papel da moeda. A primeira delas é a concepção de tempo lógico, cujos elementos apresentam uma seqüência em que um precede o outro, mas tal precedência ocorre do ponto de vista lógico, em uma relação de causa e consequência necessária para elaboração de constructos teóricos abstratos. Entretanto, conforme destaca Amado (2000, p. 46): “o uso de tempo lógico, na prática, corresponde a ausência de tempo”.

A segunda refere-se à concepção de tempo mecânico; neste, apesar de haver uma datação das variáveis, ou seja, a noção temporal está presente, o tempo não tem um sentido único, ele pode tanto seguir do presente e/ou futuro para o passado, como do passado para o presente e/ou futuro. Ainda segundo Amado (2000, p. 46), isso significa que pode haver revisão das expectativas, por ser possível a reversibilidade temporal. Por fim, temos a concepção de tempo histórico e sob esta perspectiva o tempo é irreversível, as decisões tomadas não são passíveis de revisão e suas consequências serão sentidas no futuro, podendo sofrer desapontamentos ou não.

A última concepção de tempo é parte fundamental do pensamento keynesiano, principalmente no capítulo 12 da *Teoria geral*, quando o autor trata das expectativas quanto ao futuro. Nesse capítulo e em seu artigo de fevereiro de 1937, *A teoria geral do emprego*, Keynes destaca as bases precárias nas quais são formadas as expectativas de “homens racionais e econômicos” (KEYNES, 1937a, p. 171). Agindo de forma convencional, os agentes conseguem tomar suas decisões. Deste ponto de vista teórico, existe uma clara conexão entre a concepção do tempo histórico e a incerteza: se o tempo não é reversível e, portanto, as decisões tomadas não podem ser revistas, não existe nada que garanta aos agentes que os resultados esperados serão obtidos, ou seja, há uma incerteza profunda que permeia as decisões dos agentes, e, principalmente, a decisão de investir. É só nesse contexto de incerteza que é possível compreender o significado da moeda na teoria keynesiana.

Keynes (1937a, p.171) destaca que deseja distinguir a incerteza da probabilidade. A última é mensurável, portanto, tudo aquilo que é passível de cálculo probabilístico — como a loteria, roleta russa, expectativa de vida — não é incerto no sentido keynesiano, mas sim a probabilidade “de uma guerra europeia é incerta, o mesmo ocorrendo com o preço do cobre e a taxa de juros daqui vinte anos”. Decisões tomadas em expectativas apoiadas em fundamentos frágeis podem sofrer mudanças violentas. E, neste contexto, apresenta-se o papel da moeda como reserva de valor. Diversamente do caráter estéril que o entesouramento se apresenta para a teoria clássica (KEYNES, 1937a, p. 173), outras formas de manutenção da riqueza proveriam lucros ou juros, diferentemente da moeda. Para Keynes (1937a, 173), “a posse do dinheiro real tranquiliza nossa inquietação; e o prêmio que exigimos para nos separarmos dele é a medida do grau de nossa inquietação”.

Esse prêmio é a taxa de juros, entendida como um fenômeno estritamente monetário e não real como concebia a teoria clássica e ainda concebe a teoria econômica ortodoxa. Ela equilibra a oferta e a demanda por dinheiro e é o prêmio por se abrir mão da liquidez.

Em uma economia monetária de produção, a produção leva tempo e, para haver coordenação entre os diferentes setores, é preciso estabelecer contratos

expressos em moeda. Conforme destaca Carvalho (1992, p. 180), a racionalidade do sistema só é verificável ao se estabelecer custos de produção em contratos, permitindo a formação de uma rentabilidade esperada. Somente nesses contratos a moeda desempenharia seu papel original, como unidade de conta. Mas é exatamente esta função monetária que dá origem a sua capacidade de ser reserva de valor, porque ao expressar o valor das dívidas e dos preços, a moeda serve como medida geral da riqueza, condicionando o seu papel de reserva de valor (KEYNES, 1930, p. 4).

Em suma, apenas pressupondo o tempo histórico pode-se conceber a incerteza no sentido keynesiano e esta é a base do entendimento do significado da moeda em uma economia monetária de produção. Considerando, no entanto, o tempo mecânico e a ausência de incerteza, teoricamente se pode aceitar a lei de Say e, então, a neutralidade da moeda, como fazem os clássicos. Para essa escola do pensamento econômico, o fato de o dinheiro ser o intermediário das trocas não traz consigo nenhuma diferença:

Desde o tempo de Say e de Ricardo os economistas clássicos têm ensinado que **a oferta cria sua própria procura**;⁴ isto significa de modo expressivo, mas não claramente definido, que o total dos custos de produção deve ser gasto por completo, direta ou indiretamente, na compra do produto. (KEYNES, 1936, p. 25, grifo nosso)

Em termos agregados, isso significa que não há desequilíbrios e que a demanda agregada de bens depende da oferta agregada. Toda a produção geraria renda na forma de salários, lucros e aluguéis. Esta renda remuneraria os fatores de produção e seria destinada a demandar a própria produção realizada anteriormente. Ou seja, a produção, pela remuneração dos fatores, cria recursos para que os bens produzidos sejam demandados e permite que todos os fatores de produção sejam remunerados pela sua participação proporcional ao produto, conforme a definição de Keynes de uma economia cooperativa e de uma economia neutra.

Segundo a teoria que Say estava desenvolvendo,⁵ seria possível para um bem particular ser produzido em excesso relativo a todos os outros bens, mas seria impossível para todos os bens serem produzidos em excesso relativo, o que inviabilizaria a superprodução. Uma implicação da lei de Say para o mundo real é que não há excesso de demanda por dinheiro. Nessa perspectiva, isso significa que a demanda por dinheiro é somente para suprir a oferta de bens que estão sendo produzidos. Segundo Blaug (1996, p. 145), a lei de Say, em sua versão forte, “*states that the money market is always in equilibrium because, regardless of prices, people supply commodities only to use the money received to demand others commodities ‘immediately’*”.

Sob essa ótica, o dinheiro serve apenas como meio de troca e, portanto, a soma total dos bens demandados é sempre identicamente igual à soma de

4. Não há indícios de que a frase “a oferta cria sua própria demanda” tenha sido proferida antes de Keynes (BLAUG, 1996).

5. Para mais detalhes sobre a lei de Say ver: Blaug (1996, p. 143-160); Mollo (2004, p. 324-327)

6. Supondo M , a oferta de moeda; V a velocidade de circulação da moeda; P , o nível geral de preços; e Y o nível de renda real de uma economia, tem-se que: $MV = Py$ ou $M/P = y/V$. Segundo a TQM, supõe-se que V seja estável e y seja dada no mercado de trabalho. M é definida de forma exógena; portanto, P absorve as variações em M , no longo prazo. Uma consequência direta da TQM é que as variáveis preço e oferta de moeda mantêm uma razão constante ao longo do tempo. Se a oferta de moeda duplica, no longo prazo, ocorre a duplicação dos preços. Deduz-se, então, que existe uma causalidade da moeda para os preços, estes variam subsequentemente a uma mudança na oferta de moeda (CARVALHO *et al*, 2000, p. 27-28). Portanto, a moeda é neutra no longo prazo, sendo incapaz de afetar o nível de produto e a TQM também se encaixa na descrição keynesiana de uma “economia de trocas reais”. O preço é totalmente definido pelo estoque de dinheiro e y é determinado por forças reais. Isso nega a possibilidade de se reter dinheiro mesmo pelo motivo transação.

7. Blaug (1996, p. 150) relata um caso em que o próprio Say critica Ricardo por usar a Identidade de Say e enfatizar que a taxa de juros equilibra a poupança e o investimento.

8. Com a “revolução keynesiana” a moeda passará a desempenhar um papel de distintivo entre a heterodoxia e ortodoxia. Ver: Carvalho (1992); Mollo (2004). Friedman, à frente da escola monetarista, procurará restabelecer a importância das relações de trocas reais na economia, minimizando novamente o papel da moeda e colocando um contraponto ao pensamento keynesiano: ver Friedman (1989).

todos os bens que são ofertados, exatamente como descrito por Keynes em uma economia de trocas reais.

Da lei de Say, pode-se depreender que uma mudança no nível de preços não altera a relação entre o mercado de bens e o mercado monetário. Isso implica que o mercado de bens não sofre distúrbios e uma mudança no nível de preços não leva a uma mudança no preço relativo das mercadorias. Em um mundo em que prevalece a lei de Say, o dinheiro é um véu, que pode ser modificado, sem afetar os preços relativos dos bens produzidos.

Portanto, a teoria quantitativa da moeda (TQM)⁶ implica a lei de Say e vice-versa, uma vez que o equilíbrio do mercado de bens implica o equilíbrio do mercado monetário. A TQM leva em consideração a função do dinheiro como meio de pagamento (transações) e negligencia a interdependência entre o mercado de bens e mercado monetário, fundamentalmente, por não considerar o dinheiro como reserva de valor (BLAUG, 1996).

Ressalta-se que os economistas clássicos, anteriores a Keynes, não citavam a lei de Say como sendo uma lei, tampouco a creditavam a Say, mas o argumento central, de que os mercados se autoajustam, sempre estava presente no raciocínio, e, muitas vezes, pressupunham-na tacitamente.⁷ No entanto, aceitavam a TQM e, como visto, ela implica a lei de Say. Esta passa a ser aceita explicitamente pela ortodoxia, principalmente a partir dos monetaristas,⁸ em uma espécie de resposta acadêmica à revolução keynesiana.

Vale destacar que, sob o ponto de vista ortodoxo, a moeda pode afetar temporariamente o produto real antes que os efeitos da variação da quantidade em circulação afetem o nível preços. Esses efeitos transitórios na economia ocorrem dependendo se há ou não erros de expectativas, ilusão monetária, rigidez nominal de preço etc. As justificativas variam de acordo com cada escola do pensamento. Monetaristas, novos-keynesianos, novos-clássicos têm sua própria concepção dos desvios que a moeda pode causar no curto prazo em relação ao produto de pleno-emprego.

Grosso modo, tais desvios acontecem quando os mercados não são eficientes, ou seja, dependem do regime de concorrência, se há ou não informação perfeita ou flexibilidade dos preços. Além disso, quanto mais estável for a demanda por moeda mais rapidamente se atinge a neutralidade monetária. A demanda por moeda pelo motivo transação é estável por depender da renda, uma vez que se supõe que esta renda pouco varia no curto e no longo prazo sob a visão ortodoxa. O papel que resta ao Estado nesse contexto é permitir que os mercados atuem de forma eficiente. Então as políticas econômicas devem ser previsíveis, seguir regras e a intervenção deve ser a menor possível, uma vez que o livre mercado tende a eficiência por si mesmo.

Além da TQM, a igualdade clássica entre poupança e investimento também pode ser derivada da lei de Say. Se o consumidor não gasta toda sua renda

na obtenção de produtos, ele poupa, a fim de obter consumo futuro. Essa poupança se somará aos fundos emprestáveis necessários ao investimento, e, portanto, também será gasta. Ou seja:

Um ato de poupança individual conduz inevitavelmente a um ato paralelo de investimento, pois, mais uma vez, é incontestável que a soma dos incrementos líquidos da riqueza dos indivíduos deve ser exatamente igual ao incremento líquido agregado da riqueza da comunidade. (KEYNES, 1936, p. 27)

A lei de Say, no sentido de que a renda gerada pela venda da produção é equivalente aos custos de produção, é, segundo Keynes, o “axioma das paralelas” da teoria clássica e a partir dela todas as outras hipóteses e teorias podem ser derivadas:

Portanto, a hipótese da igualdade entre o preço da procura da produção global e o preço da oferta é que deve ser considerada o “axioma das paralelas” da teoria clássica. Admitida esta hipótese, tudo o mais se deduz naturalmente — as vantagens sociais da poupança individual e nacional, a atitude tradicional para com a taxa de juros, a teoria clássica do desemprego, a teoria quantitativa da moeda, as vantagens ilimitadas do *laissez-faire* quanto ao comércio externo e muitos outros aspectos que teremos de discutir. (KEYNES, 1936, p. 27)

2. A taxa de juros, poupança e *finance*

Uma consequência fundamental da controvérsia acerca do papel da moeda rebate sobre a natureza dos juros. Segundo a abordagem clássica, a taxa de juros equilibra a oferta de empréstimos, ou os fundos emprestáveis, com a demanda por empréstimos. Tal oferta poderia facilmente ser substituída pela compreensão clássica do que seria a poupança agregada e a demanda por empréstimos efetuada pelo investimento agregado. A taxa de juros de equilíbrio seria aquela decorrente da igualdade entre essas variáveis, ambas definidas simultaneamente. Esta dedução clássica se apoia no fato de que a renda real, ou o nível de produto, é definida no mercado de trabalho e é dada nesse modelo. Uma vez definida a renda, o indivíduo define quanto gastar e quanto poupar, conforme a taxa de juros. Nesse modelo, o investimento depende da poupança prévia para ocorrer.

Essa teoria, para Keynes, seria implausível porque, sob sua análise, o investimento é a *causa causans* na determinação da renda e, conseqüentemente, da poupança agregada, revertendo à causalidade clássica. Se a poupança é criada no momento em que se realiza o investimento, essas variáveis são equivalentes

através do tempo. Por essa razão, haveria a necessidade de reformular quais fatores determinariam a taxa de juros:

Outro aspecto, especialmente característico deste livro, é a teoria da taxa de juros. Nos últimos tempos muitos economistas têm afirmado que o montante de poupança atual determina a oferta de capital disponível, que o ritmo de investimento corrente governa sua demanda e que a taxa de juros é, por assim dizer, o fator de equilíbrio de preços determinado pelo ponto de interseção entre a curva da oferta da poupança e a curva de demanda do investimento. **Mas se a poupança global é necessariamente e em todas as circunstâncias exatamente igual ao investimento global, é evidente que essa explicação não se sustenta. Temos que ir adiante e procurar a solução em outra parte. Eu a encontro na ideia de que é a função da taxa de juros preservar o equilíbrio não entre a demanda e a oferta de novos bens de capital, mas entre a demanda e a oferta de dinheiro, isto é, entre a demanda pela liquidez e os meios de satisfazer essa demanda.** (KEYNES, 1936, p. 11, grifo nosso)

A inovação teórica keynesiana, de difícil compreensão/aceitação por seus debatedores, foi colocar a taxa de juros como aquela que resulta da interação entre oferta de dinheiro com a demanda por dinheiro — no sentido de que a demanda e oferta são na verdade oferta e demanda por liquidez. Para conceber esta hipótese, como visto, há necessariamente que se quebrar com a hipótese clássica da neutralidade monetária, ou seja, de que a moeda é demandada somente pelo motivo transação. Além deste motivo, Keynes elenca mais dois: o motivo precaução e o motivo especulação, só possíveis graças à introdução da incerteza no pensamento keynesiano.

Quando há incerteza, a moeda é demandada e retida porque é o ativo de menor risco com propriedade de transportar valor, poder de compra, entre o presente e o futuro. Esta característica fundamental da moeda a impede de ser neutra, de servir exclusivamente para as trocas. Apenas em um mundo onde não existisse incerteza quanto ao futuro haveria neutralidade monetária, cenário bem diferente do “mundo real”. O argumento, até então tácito e subjacente à neutralidade da moeda, é a plena confiança na capacidade humana de antecipar os distúrbios na economia e de calcular a probabilidade de que ocorram. Como visto na seção anterior, se for possível mensurar a ocorrência de eventos não há incerteza e sim risco. Deste ponto de vista, análise clássica e neoclássica por meio de modelos probabilísticos para prever o futuro pode ficar em xeque.

Para Keynes, e também para os “clássicos”, existe uma identidade contábil entre poupança e investimento agregados. Partindo desta premissa e pensando do ponto da temporalidade do investimento, no momento em que o empresário decide investir não existe poupança prévia capaz de financiá-lo, pois o investimento ainda não foi realizado. Se existisse poupança prévia à

decisão de investir, obrigatoriamente, a poupança se diferiria do investimento, sendo maior do que o último, algo que não é aceitável por Keynes.⁹

O investimento, portanto, pode ser financiado por recursos que não provenham da poupança agregada. Nessa “ponte” entre a decisão de investir e o investimento de fato, os bancos exercem papel crucial, pois podem oferecer um crédito rotativo que atenda a demanda por liquidez no momento da decisão de investir. Segundo Keynes, não apenas os bancos podem liberar esses recursos, mas também o mercado de capitais.

Para dissociar essa demanda por dinheiro, de outras formas de crédito e empréstimos bancários, Keynes o denomina “*finance*” (KEYNES, 1937b, p. 208). Ele é especialmente importante por estar sujeito a fortes flutuações, o que impacta na taxa de investimento e, conseqüentemente, na atividade econômica em sua totalidade.

Keynes destaca que poupança e *finance* são dois conceitos completamente distintos, em que “*finance’ and commitments to finance’ are mere credit and debit books entries, which allow entrepreneurs to go ahead with assurance*” (KEYNES, 1937b, p. 209). Ainda, o autor distingue “*finance*” de poupança, relacionando o primeiro com um fluxo de investimento. Define-o como um adiantamento do gasto, o qual funciona como um fundo rotativo e, uma vez realizado o investimento, há geração de rendas, então, esse adiantamento pode ser liberado e servir a outro novo investimento. Esse recurso não fica preso a algum investimento que tenha financiado. Já a poupança se relaciona a um estoque, e cada novo investimento se relaciona a uma nova poupança e ambos ficam amarrados um ao outro. Outra característica, apontada pelo autor, é que a poupança só pode ser usada uma única vez, “*it relates to the net addition to the stock of actual assets*” (KEYNES, *idem*).

Essa distinção é essencial para diferenciar a teoria keynesiana acerca da determinação da taxa de juros da teoria ortodoxa vigente à época. Seus debatedores insistiram em afirmar que a teoria keynesiana era outra forma de expressar a teoria vigente à época da qual Keynes buscava se distinguir.¹⁰ Ainda, de acordo com seus contemporâneos, a forma como Keynes coloca a determinação da taxa de juros pela oferta e demanda de dinheiro, isso seria o mesmo que dizer oferta e demanda de crédito, portanto, a mesma coisa. Como exemplo, para desfazer esse mal entendido, Keynes usa o conceito de *finance* para destacar que este não é e não pode ser poupança no sentido ortodoxo do conceito. Esse tipo de financiamento caracteriza-se por ser um tipo de demanda por dinheiro, e, como ressalta o autor, não é a único. Nesse sentido, a taxa de juros é determinada pela demanda por dinheiro, ou seja, pelos demandantes de liquidez e pela oferta desses recursos, ou seja, por aqueles que se dispõem a abrir mão de liquidez.

Apesar de o “*finance*” ser um fluxo, um crédito rotativo (“*a revolving fund*”), a taxa de juros também para Keynes é determinada por estoques. Ela é

9. “Planned investment — i.e. investment ex ante — may have to secure its ‘financial provision’ before the investment takes place; that is to say, before the corresponding saving has taken place. It is, so to speak, as though a particular piece of investment before either has occurred, before it is known who is going to do the particular piece of saving, and by someone who is not going to do the saving himself. There has, therefore, to be a technique to bridge this gap between the time when the decision to invest is taken and the time when correlative investment and saving actually occur”. (KEYNES, 1937b, p. 207-8)

10. Hicks (1936) e Robertson (1936), ao discutirem a Teoria geral publicada por Keynes, arguem que a teoria da taxa de juros e preferência por liquidez keynesiana nada mais seria do que uma forma alternativa de expor a teoria da taxa de juros vigente à época. Segundo Hicks (1936, p. 245), a escolha do método keynesiano em definir a taxa de juros não passaria de uma questão de conveniência: “This latter method (a teoria monetária keynesiana) is the method of Mr. Keynes. It is a perfectly legitimate method, but does not prove other methods to be wrong. The choice between them is purely a question of convenience”. Segundo Robertson (1936, p. 183): “[...] it is not as a refutation of a common-sense account of events in terms of supply and demand for loanable funds, but as an alternative version of it, that Mr. Keynes’ account as finally developed must be regarded.”

11. “The rate of interest relevant to ex ante investment is the rate of interest determined by the current stock of money and the current state of liquidity preferences at the date when the finance required by the investment decision has to be arranged” (KEYNES, 1937c, p. 218).

12. “A equivalência entre a quantidade de poupança e a quantidade de investimento decorre do caráter bilateral das transações entre o produtor, de um lado, e o consumidor ou o comprador de equipamento de capital de outro lado. A renda cria-se pelo excedente do valor que o produtor obtém da produção que vendeu sobre o custo de uso, mas a totalidade desta produção deve ter sido vendida, obviamente, a um consumidor ou a outro empresário e o investimento corrente de cada empresário é igual ao excedente sobre o seu próprio custo de uso do equipamento que comprou a outros empresários. Portanto, em conjunto, o excedente da renda sobre o consumo, a que chamamos poupança, não pode diferir da adição a equipamento de capital, a que chamamos investimento. O mesmo sucede com a poupança líquida e o investimento líquido. A poupança, de fato, não passa de um simples resíduo. As decisões de consumir e as decisões de investir determinam, conjuntamente, os rendimentos. Presumindo que as decisões de investir se tornem efetivas, é forçoso que elas restrinjam o consumo ou ampliem a renda. Assim sendo, nenhum ato de investimento, por si mesmo, pode deixar de determinar que o resíduo ou margem, a que chamamos poupança, aumente numa quantidade equivalente”. (KEYNES, 1936, p. 53, grifo nosso)

13. “The point remains, however, that the transition from a lower to a higher scale of activity

o resultado da interação entre o estoque corrente dinheiro e o corrente estado de preferência por liquidez.¹¹

Além da diferença analítica em relação à determinação da taxa de juros, para Keynes, a igualdade entre poupança e investimento ocorre do ponto de vista de igualdade contábil, do mesmo modo que as compras são iguais às vendas, trata-se de uma relação bilateral. Segundo Keynes,¹² toda vez que um empresário investe em um equipamento, ele gera receitas àquele que o vendeu na mesma quantia em que ele próprio investiu. A receita que sobrepõe aos custos de produção daquele que vendeu é a poupança. Deste ponto de vista, a poupança líquida agregada é sempre igual ao investimento líquido agregado. Trata-se de um resíduo, um resultado da decisão de investir e nunca difere do investimento. Por esse motivo, não pode ser da interação entre investimento e poupança a determinação da taxa de juros.

Pela perspectiva keynesiana, nota-se que os mercados bancário e de capitais são fundamentais em prover liquidez (dinheiro — “cash”, no original) para a execução do investimento e para a determinação da taxa de juros. Para haver investimento, é necessário que o sistema bancário ou o mercado de capitais abra mão de liquidez. Supondo que o sistema bancário esteja provendo ao empresário crédito rotativo na forma de “finance”, após a realização do investimento esse dinheiro é liberado e volta para o sistema bancário; mas, se no período seguinte houver aumento da taxa de investimento que gera aumento na demanda por *finance*, e se o sistema bancário não estiver disposto a aumentar a taxa de empréstimos dessa modalidade na mesma proporção em que houve aumento da demanda, a consequência é um aumento na taxa de juros, o qual independe da taxa de poupança da população¹³ (KEYNES, 1937c, p. 222).

3. Moeda e Estado

Conforme visto anteriormente, o motivo apresentado por Keynes para reter liquidez tem a ver com a segurança que a moeda fornece aos detentores da riqueza. A pergunta que cabe neste momento é: o que garante que a moeda seja capaz de transportar poder de compra entre o presente e o futuro? Não há como conceber moeda nesse sentido sem considerar o papel do Estado como garantidor daquilo que convencionalmente se resolveu chamar de dinheiro. A visão sobre o papel do Estado como garantidor da moeda já estava presente no *Treatise on money*, publicado em 1930, por Keynes, antes mesmo de sua ruptura definitiva com a teoria quantitativa da moeda.

Nos três capítulos iniciais do *Treatise*, Keynes apresenta uma taxonomia sobre os diferentes tipos de dinheiro que podem circular, em um dado

momento, em uma economia. Haveria fundamentalmente, segundo sua concepção, dois tipos de dinheiro: o dinheiro propriamente dito (o qual se subdivide em mais três categorias: *commodity money*, *fiat money* e *managed money*); e o dinheiro bancário, o qual representa uma dívida. Como a maior parte do dinheiro em circulação é privada, a estabilidade do sistema monetário só poderia ser obtida pela intervenção do Estado. Este tem a função essencial de determinar o que é dinheiro e ir além: garantir os contratos firmados privadamente quando ocorre crise no sistema, garantido, além do seu próprio dinheiro, o dinheiro privado. Na passagem abaixo, Keynes destaca o papel do Estado na determinação do que é dinheiro:

The State [...] comes in first of all as the authority of law which enforces the payment of the thing which corresponds to the name or description of the contract. But it comes in doubly when, in addition, it claims the right to determine and declare what thing corresponds to the name, and to vary its declaration from time to time — when, that is to say, it claims the right to re-edit the dictionary. (KEYNES, 1930, p.4)

Sobre o dinheiro bancário, Keynes reconhece que: “*bank money is simply an acknowledgement of a private debt, expressed in the money of account, which is used by passing from one hand to another, alternatively with money proper, to settle a transaction*” (KEYNES, 1930, p. 5). No entanto, o autor deixa claro que “*they [os reconhecimentos de dívida] are not money proper*” (KEYNES, 1930, p. 5). Ou seja, o dinheiro bancário é uma expressão do dinheiro propriamente dito, e ele pode ser validado socialmente, quando a dívida que ele expressa é liquidada ou quando o Estado intervém e garante o valor do dinheiro privado. Essa função do Estado na economia foi denominada no jargão econômico de “*emprestador de última instância*”, analisada por heterodoxos como Hyman Minsky (1976) e Michel Aglietta (1979).

Sobre o papel do Estado no estabelecimento da ordem monetária, Aglietta (1979, p. 343) destaca que a autoridade monetária tenta prover certa estabilidade ao sistema de crédito, unificando os diferentes dinheiros bancários no espaço nacional, pela emissão de uma moeda forçada (*enforced currency*), cuja função é a criação do dinheiro nacional:

Enforced currency is a coercive practice of the state, imposing the unrestricted social acceptance of the monetary tokens issued by the central bank. The central bank money replaces the commodity form of the general equivalent within the national economic space of the nation. The national money market is no longer an arena where tokens are validated by reference to a universal commodity. It becomes an arena where all bank money is unified by the central money. This unification forms a national money. (AGLIETTA, 1979, p. 343)

involves an increased demand for liquid resources which cannot be met without a rise in the rate of interest, unless the banks are ready to lend more cash or the rest of the public to release more cash at the existing rate of interest. If there is no change in the liquidity position, the public can save ex ante and ex post and ex anything else until they are blue in the face, without alleviating the problem in the least — unless, indeed, the result of their efforts is to lower the scale of activity to what it was before.” (KEYNES, 1937c, p. 222)

Essa visão está em conformidade com Belluzzo e Almeida (2002, p. 30):

A ordem monetária é indissociável da soberania do Estado, e sua sobrevivência supõe que os proprietários privados acatem a moeda como uma convenção necessária para a reprodução do processo de circulação das mercadorias, de liquidação das dívidas e da avaliação da riqueza. (BELLUZZO E ALMEIDA, 2002, p. 30)

No pensamento pós-keynesiano, portanto, a legitimação da moeda como reserva de valor só pode ser feita pelo Estado. Isso é consequência da questão da moeda como criação endógena no sistema capitalista, e não exógena como apregoa a visão tradicional, esta advinda naturalmente da hipótese da neutralidade da moeda. Se a moeda não detém outra função na economia, exceto a de realizar trocas, o Estado poderia facilmente controlar sua oferta de modo que esta fosse uma proporção entre a circulação de mercadorias e a velocidade com que circula, conforme ressalta a TQM.

No entanto, quando se pensa no dinheiro como a finalidade das transações econômicas, em que a produção de mais mercadorias não é um fim em si, mas apenas um meio para obter-se mais dinheiro, pode-se pensar que existem incentivos no sistema econômico para que os agentes privados burlem as regras estabelecidas pelo Estado e criem moeda para além da capacidade de o Estado controlar a oferta. Isso só é possível porque, nesse arcabouço teórico, a moeda é vista como um ativo especial que representa a riqueza e é capaz de transportar valor entre o presente e o futuro da forma menos arriscada para o seu detentor, pois a sua conversibilidade não é garantida por contratos privados, mas pelo Estado.

Nesse ponto, a ruptura teórica keynesiana não é clara. Nos capítulos iniciais do *Treatise*, quando Keynes trata da criação de moeda bancária via emissão de crédito, coloca o Estado como um grande maestro que orchestra de forma harmônica o ritmo em que novas moedas são geradas. Este controle derivaria de sua capacidade de impor reservas fracionárias ao sistema bancário: “*the central bank is the conductor of the orchestra and sets the tempo*” (KEYNES, 1930, p. 26).

O próprio fundo de reservas bancárias poderia colocar um limite à criação de moeda no sistema bancário, equilibrando momento de escassez de liquidez com excesso de liquidez.¹⁴ O aumento na criação de moeda seria, portanto, uma função da demanda por moeda; se esta for fundamentalmente por moeda bancária, a criação de moeda poderia ser infinita — o que limita esta expansão é a demanda por “dinheiro propriamente dito”, ou seja, demanda por moeda não bancária na forma de saques. Como Keynes reconhece já em 1930 que a demanda por moeda é fundamentalmente demanda por moeda bancária, pode-se perceber o papel essencial que os intermediários bancários detêm no sistema financeiro:

14. “(...) if the bank as a whole are creating deposits at a rate which will cause the reserves as a whole to fall to low, some bankers will find their reserve ratios deficient and will, therefore, be compelled to take a step backwards, whilst if the aggregate deposits are below their normal ratio to reserves, some banks will find their reserve ratios excessive and will be stimulated to take a step forwards. Thus it is the aggregate of the reserve resources which determines the ‘pace’ which is common to the banking system as a whole”. (KEYNES, 1930, p. 25, grifo nosso)

If we suppose a closed banking system, which has no relation with the outside of the world, in a country where all payments are made by cheque and no cash is used, and if we assume further that the banks do not find it necessary in such circumstance to hold any cash reserves but settle inter-bank indebtedness by a transfer of other assets, it is evident that there is no limit to the amount of bank money which the banks can safely create provided that they move forward in step. (KEYNES, 1930, p. 23)

Na *Teoria geral*, Keynes não trata da capacidade do sistema bancário em criar moeda para além das amarras impostas pelo agente regulador, no caso o banco central. Segundo o autor, um atributo essencial do dinheiro seria sua baixa elasticidade de oferta, além de sua baixa elasticidade de substituição. O dinheiro teria de ser escasso e ter poucos substitutos para poder desempenhar o seu papel de reserva de valor na economia (KEYNES, 1936, cap. 17). Convém destacar que a baixa elasticidade da oferta de moeda não se associa necessariamente com a exogeneidade monetária, conforme já analisado pela abordagem pós-keynesiana.

Nesse contexto, pós-keynesianos desenvolveram o conceito de moeda endógena. Fundamentalmente, esta concepção parte do pressuposto de que os bancos centrais não têm pleno controle sobre a oferta de moeda bancária na economia e muitas vezes agiriam de forma passiva. Este fato fica evidente na década de 1960,¹⁵ quando os bancos norte-americanos, primeiramente o *Citibank*, inovaram as formas de captação do seu passivo o que possibilitou um aumento considerável no nível de alavancagem do setor bancário. As inovações com vistas a contornar as regulamentações dos bancos centrais e aumentar a alavancagem é uma realidade do sistema financeiro moderno e isso ficou ainda mais evidente na crise de 2008. A securitização,¹⁶ uma inovação iniciada na década de 1980 no mercado de hipotecas imobiliárias norte-americano, foi o grande vetor dessa crise mais recente.

A maior ironia das inovações financeiras é que elas são apresentadas ao mercado como “seguras” e capazes de diluir o risco, o que impede o bloqueio do seu desenvolvimento pelos agentes reguladores, os quais, muitas vezes, incentivam tais práticas, sendo, portanto, passivos em sua postura quanto à limitação na oferta de moeda bancária. Por essa razão, a escola pós-keynesiana¹⁷ afirma que a capacidade de o banco central controlar a oferta de moeda é limitada e esta não seria então definida de forma exógena, mas sim de forma endógena ao sistema financeiro. O próprio apetite das instituições financeiras em se alavancarem determinaria a taxa de expansão da oferta de moeda e não os agentes reguladores. Estes estariam sempre pelo menos a um passo atrás do sistema financeiro, limitando e regulamentando *a posteriori* o uso de uma determinada inovação financeira. Isso levaria o sistema a uma instabilidade crônica e inerente.

15. A introdução de certificados de depósitos para pessoa jurídica no atacado pelo Citibank, em 1961, marca o início do gerenciamento de passivos de forma ativa pelos bancos comerciais norte-americanos, cuja grande vantagem foi que, se a empresa comprasse um certificado de depósito por um prazo determinado do banco comercial e precisasse de liquidez antes do vencimento deste título, ela poderia negociá-lo em um mercado secundário organizado, e não incorreria das perdas contratuais caso tivesse de reaver essa quantia diretamente junto ao banco comercial que lhe vendera. Havia, portanto, vantagens para o cliente do banco, por não imobilizar completamente os seus recursos; e para o banco comercial, que captava por um prazo específico e não era obrigado a depositar recursos a mais por isso no banco central: “In 1961 Citibank introduced so-called negotiable certificates of deposits (CDs). Their large denominations (usually \$ 1 million) and relatively high yields, coupled with the ability to resell them before maturity, made these CDs attractive to corporations”. (GUTTMANN, 1994, pag. 158)

16. Minsky (1987) relaciona o início do processo de securitização com a política de altas taxas de juros, no período da gestão de Paul Volcker, frente ao Federal Reserve, a partir de 1979. Com o aumento das taxas de juros, a rentabilidade das instituições depositárias é prejudicada, pois ainda estavam sob a *Regulation Q*, elas tinham teto de remuneração do ativo, mas seus custos de captação cresceram demasiadamente nessa época: “the ability of the thrifts to create mortgages was unimpaired even as their ability to fund holdings was greatly

impaired. Securitization as we know it began in the U.S. mortgage market. It enabled thrifts to continue to initiate mortgages even though their funding ability was sorely compromised. Although modern securitization may have begun with the thrifts, it has now expanded well beyond the thrifts and mortgage loans”.

17. Ver Minsky (1976).

18. Não confundir com o “véu monetário” da teoria quantitativa da moeda. Na passagem abaixo, a concepção de véu monetário relaciona o detentor da riqueza monetária/nominal com o proprietário dos ativos reais:

“There is a multitude of real assets in the world which constitute our capital wealth — buildings, stock of commodities, goods in course of manufacture and of transport, and so forth. The nominal owners of these assets, however, have not infrequently borrowed money in order to become possessed of them. To a corresponding extent the actual owners of wealth have claims, not on real assets, but on money. A considerable part of this ‘financing’ takes place through the banking system, which interposes its guarantee between its depositors who lend it money, and its customers to whom it loans money, wherewith to finance the purchase of real assets. The interposition of this veil of money between the real asset and the wealth owner is a specially marked characteristic of the modern world.” (KEYNES, 1963, p. 169, grifo nosso)

19. Nesse artigo de 1992, Minsky argumenta que a existência da fragilidade financeira, ou seja, do crescimento dos débitos, pode ser confirmada de forma empírica e também por meio de argumentação teórica.

Minsky (1992), em sua análise sobre os ciclos econômicos e consequente hipótese acerca da fragilidade financeira, coloca a criação de moeda endógena como variável explicativa chave na sua formulação teórica. Em sua perspectiva, os bancos detêm papel fundamental na expansão da oferta monetária. Como operam com um sistema de reservas fracionadas podem criar moeda. A moeda é criada quando o sistema bancário cria ativos e destruída quando os devedores quitam seus débitos.

Essa hipótese sustenta-se na constatação de Keynes (1963, p.169) de que, no sistema econômico moderno, existe um véu monetário¹⁸ entre os ativos reais e os detentores de riqueza. São os segundos que, ao emprestarem recursos, possibilitam aos proprietários nominais do capital possuir ativos reais. A intermediação desses recursos é feita majoritariamente pelos bancos que fornecem garantias aos depositantes, concedentes de recursos, e aos tomadores de empréstimos.

Ademais, o financiamento do investimento carrega consigo um rastro de dívidas (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002). Como no momento em que se realiza o investimento os empresários têm expectativas dos lucros que irão receber, a forma como o investimento é financiado tem impacto determinante na composição das estruturas financeiras dos agentes econômicos. A dívida tomada para financiar o investimento é certa; no entanto, o retorno que se espera receber por esse investimento é incerto.

Nesse contexto, o presente, o passado e futuro econômico: o tempo histórico conecta-se não apenas pelos ativos de capital e pelo mercado de trabalho, mas principalmente por relações financeiras. E a fragilização financeira do sistema econômico aumenta conforme cresce a interdependência nas relações de débitos dos agentes da economia, sejam estas empresas, famílias, governos ou instituições financeiras.¹⁹ Minsky (1992, p. 4-5) ressalta que, no estágio atual do capitalismo, no “mundo moderno”, a análise e as implicações das relações financeiras para o comportamento do sistema não pode ser restringida à análise patrimonial dos negócios, mas também das famílias, dos governos e das empresas internacionais.

O autor destaca três posições dos agentes na economia que variam conforme as relações entre renda e débito que possuem, são elas: “*hedge finance*”, “*speculative finance*” e “*Ponzi finance*”. Segundo essa taxonomia, o agente estaria em uma posição *hedge finance* quando a previsão acerca dos fluxos de receita fosse suficiente para sanar os compromissos financeiros do período, ou seja, ser capaz de pagar os juros e amortizar o principal das dívidas; em *speculative finance* quando a previsão dos fluxos de receita suprisse apenas os juros e não conseguisse amortizar o principal; e, em *Ponzi finance*, quando as receitas não fossem nem suficientes para cobrir os juros, nem para amortizar o principal, sendo necessário refinarciar as dívidas (MINSKY, 1992, p. 7).

Em poucas palavras, nos períodos de expansão do ciclo, quando o estado geral de expectativas é favorável, a demanda por moeda é acomodada pelo sistema financeiro, que a atende por meio de inovações financeiras a fim de contornar as restrições de alavancagem impostas pelos agentes reguladores, levando a expansão monetária para além da estabilidade. Nessa fase, os agentes vão deixando de ter posições *hedge* e vão se tornando especulativos e/ou *Ponzi*. Endogenamente, todo o sistema financeiro se fragiliza por depender em graus sistematicamente maiores de receitas que são incertas para atender os custos de seu passivo, o qual também aumenta. Uma mudança no estado geral de expectativas — como, por exemplo, o aumento da taxa de juros, que incide diretamente sobre o custo das operações financeiras — pode abruptamente trazer a reversão do ciclo e a um travamento da liquidez sistêmica. Quanto maior tiver sido a expansão do crédito e a alavancagem, mais árdua é a reversão do ciclo.

Ainda na fase de expansão do ciclo, as expectativas otimistas quanto ao futuro corroboram para o aumento do endividamento e da realização do investimento na esfera real, ou seja, o investimento aumenta porque as expectativas são positivas e as expectativas são positivas porque o investimento aumenta. Trata-se de uma “profecia que se autorrealiza”. Esse círculo virtuoso se propaga, até o ponto da crise que acontece quando ocorrem mudanças quanto às expectativas em relação ao futuro. No momento em que a crise é deflagrada, percebe-se, primeiramente, enxugamento da liquidez no sistema e isto impede o investimento de se realizar, o que aprofunda ainda mais o cenário de crise: novamente, a profecia, agora no contexto de crise, se autorrealiza. Na crise, os agentes que eram, inicialmente, *hedge*, já estão em uma posição especulativa ou *Ponzi*, ou mesmo podem entrar nessa situação com a reversão das expectativas — uma vez que a previsão de receita inicial pode destoar muito da real.

A fragilização financeira ocorre de forma endógena ao sistema econômico, conforme diminuem as margens de segurança tanto dos emprestadores como dos devedores. Kregel (1997, p. 543) destaca que esse processo ocorre de forma lenta e imperceptível. O autor também ressalta a contribuição teórica de Minsky, ao destacar que esse processo autogerador de instabilidade é inevitável e endógeno ao sistema econômico, pois longos períodos de estabilidade levariam à corrosão das margens de segurança, aumentando os riscos dos devedores e emprestadores, em que as estruturas financeiras dos agentes passam de ser *hedge* e, aos poucos, tornam-se *Ponzi*.

A inovação financeira é entendida, sob a perspectiva da hipótese de Minsky, como o combustível que proporciona a fragilização financeira, ao viabilizar a deterioração das margens de segurança.

Durante a crise, a moeda exerce o seu papel fundamental de reserva de valor. Na busca desenfreada pela realização dos investimentos individuais, os agentes procuram vender seus ativos, o que acentua o processo de deflação.

Neste momento todos desejam moeda, ocorrendo o fenômeno denominado por Keynes de “armadilha da liquidez”. Mesmo que as taxas de juros estejam muito baixas, as pessoas preferem reter moeda.

4. Considerações finais: Moeda, Estado e regulação

Hipoteticamente, o Estado teria duas opções quando deflagrada a crise: salvar ou não o sistema financeiro. No entanto, ao consolidarmos a visão pós-keynesiana sobre a questão da moeda, fica impossível imaginar que o Estado seria capaz de ir às últimas consequências na decisão de abandonar o sistema financeiro, pois isso implicaria a destruição do próprio Estado. Por maior que seja a justificativa social a favor da intervenção, defender o emprego, os trabalhadores etc. é, em última instância, fundamental para evitar a própria ruptura do sistema econômico.

Na crise de 1929, quando os estados pareciam convictos pela não intervenção, a profundidade da crise causou transtornos sociais que poderiam levar a transformações das estruturas econômicas. Não apenas o socialismo se mostrava como uma opção viável, mas também o nazifascismo. A saída foi uma transformação profunda e irreversível do papel do Estado na regulação econômica, antes de a ruptura sistêmica ter atingido de fato seu ponto de não retorno. A própria emergência do Estado de bem-estar social foi uma maneira de adequar o sistema capitalista em um contexto de perturbação social a fim de evitar sua própria ruptura.

O fato relevante para este trabalho é que, nas crises financeiras subsequentes, o Estado tomou para si o papel de estabilizador do sistema. O método fundamental que utiliza para isso é provendo liquidez ao sistema financeiro, impedindo as falências das instituições financeiras de forma generalizada. A fim de evitar um problema de solvência do setor financeiro da economia, nesses momentos, ocorre uma estatização da dívida privada pelo Estado, o qual injeta liquidez no sistema atendendo a demanda desenfreada por moeda em seu sentido de reserva de valor. Nas crises, a demanda por moeda, por ela representar a riqueza, atinge o ápice. Ao impedir a quebra do sistema financeiro, o Estado garante os canais mínimos de expansão do crédito e da liquidez da economia, o que pode reativar o fluxo monetário, caso a intervenção do Estado tenha melhorado as expectativas. Sem a intervenção do Estado e a subsequente quebra do sistema financeiro, tais canais poderiam levar muito tempo para se recuperar, ou talvez nunca se reativassem.

A primeira consequência da crise é a deflação dos ativos, que podem chegar a um preço tão baixo que de fato não o representam — a atuação do Estado

é bem-vinda porque impede a insolvência generalizada e tal ação permite que os preços se recuperem. No entanto, além das firmas ou instituições financeiras que foram abaladas pela crise e não eram caso de falência, muitas outras, em situação oposta, são salvaguardadas. Tal intervenção permite que unidades produtivas obsoletas permaneçam operando. Isto atrasa a transformação tecnológica que poderia surgir após a crise, o que também pode alimentar a inflação, uma vez que o excesso de capital obsoleto não destruído impede a formação de novo capital. A saída de uma crise financeira pode ser, portanto, longa, mesmo com a atuação do Estado. Mas ainda assim, esta atuação é imprescindível, uma vez que impede a ruptura do próprio sistema e ameniza a intensidade da queda durante a fase depressiva do ciclo econômico, apesar de não necessariamente diminuir sua longevidade.

Sob um ponto de vista heterodoxo, não há como pensar em uma dissociação entre Estado e mercado. A configuração de uma economia monetária de produção só é possível pela presença do Estado, fundamentalmente, pelo papel que possui em assegurar o cerne deste sistema: a moeda. Por isso não há como argumentar, essencialmente, contra a intervenção em si, pois a configuração do sistema econômico só é possível pela presença do Estado. Uma intervenção gera necessidade de outras, mas não se pode prescindir delas a não ser que se deseje a ruptura dessa ordem social. Uma intervenção não significa distorções, no sentido neoclássico de afastamento do equilíbrio, simplesmente porque, sob o ponto de vista pós-keynesiano, tal equilíbrio não existe “no mundo real”. Em última instância, a intervenção do Estado é parte indissociável da reprodução “natural” do mercado.

A economia não é linear e segue em uma direção cíclica de expansão e depressão da produção, fato evidente que é corriqueiramente negligenciado nos modelos neoclássicos. Por esse motivo, sob a ótica do arcabouço neoclássico, pode-se pensar em uma dissociação entre Estado e mercado e considerar a menor intervenção possível no processo econômico, reservando-a apenas quando as imperfeições do mercado transformam o Estado em um “mal necessário”.

As teorias clássica/neoclássica e keynesiana/pós-keynesiana partem de pressupostos teóricos diferentes no que concerne a variável tempo em seu arcabouço teórico e isso anula qualquer ideia de incerteza no caso das primeiras, que utilizam o tempo mecânico, e, contrariamente, no caso das segundas, o tempo histórico permite o desenvolvimento e uso da incerteza como variável-chave para explicar os fenômenos econômicos. A consequência direta da diferente noção temporal relaciona-se com a questão da moeda nas distintas escolas de pensamento. As diferentes concepções dadas à autonomia dos agentes privados em criarem moeda e à capacidade desta última servir de “ponte precária entre o presente e o futuro” (BELLUZZO, 1997), ou seja, sua condição única de reserva de valor — estes mundos apartados da heterodoxia e da ortodoxia levam a concepções diametralmente opostas do papel do Estado na economia.

Para a heterodoxia, deixar que as instituições atuem livremente e que o mercado regule a alocação dos ativos significa o mesmo que permitir a formação de uma crise financeira. A atuação do Estado, por meio de políticas econômicas anticíclicas, tanto no período de ascensão, contendo a acumulação de riqueza, e de queda, estimulando a economia, é fundamental para manter o mínimo de estabilidade macroeconômica, no que concerne ao nível de renda e emprego na economia. Aqui, estabilidade macro não significa estabilidade de preços, mas sim do próprio ciclo de negócios. Aqui, também, estabilidade não implica fim das crises no capitalismo e, sim, quando muito bem sucedida, a simples e efêmera, mas crucial, suavização de ciclos de ascensão e crise, sempre o objetivo maior de evitar a ruptura sistêmica inerente à economia de mercado.

§

Referências

- AGLIETTA, M. *A theory of capitalism regulation: The US experience*. Londres: NLB, 1979.
- AMADO, A. (2000) Limites monetários ao crescimento e a não neutralidade da moeda. In: *Ensaio FEE*. Porto Alegre, vol. 21, n. 1, 2000, p. 44-81.
- BELLUZZO, L.G. O dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: Uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997.
- BELLUZZO, L.G.M.; ALMEIDA, J.G. *Depois da queda: A economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- BLAUG, M. *Economic theory in retrospect*. Cambridge: University Press, 1996.
- CARVALHO, F. C. J. On the concept of time in Shackle and Sraffa economics. In: *Journal of Post-keynesian Economics*, vol.6, n. 2, Winter, 1983-1984.
- _____. Moeda, produção e acumulação: Uma perspectiva pós-keynesiana. In: SILVA, M. L. F. (Org.). *Moeda e produção: Teorias comparadas*. Brasília: Universidade de Brasília, 1992.
- _____. et al. *Economia monetária e financeira: Teoria e política*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.
- DAVIDSON, P. *Money and the real world*. Londres: Macmillan, 1978.
- FRIEDMAN, M. Quantity theory of money. In: *The New Palgrave Dictionary of economics*. Londres: Palgrave, 1989.
- GUTTMANN, R. *How credit-money shapes the economy: The United States in a Global System*. Londres: M.E. Sharp, 1994.
- HICKS J. R. Keynes' Theory of Employment. In: *The Economic Journal*, vol. 46, n. 182, jun. 1936, p. 238-253.
- KEYNES, J. M. [1931] *Essays in persuasion*. Nova York: W. W. Norton & Company, 1963.
- _____. [1930] Treatise on money. In: MOGGRIDGE, D. E. (Org.). *The collected writings of John Maynard Keynes*. Londres: Macmillan. vol. V e VI, 1971.
- _____. [1933a] A monetary theory of production. In: MOGGRIDGE, D. E. (Org.). *The collected writings of John Maynard Keynes*, vol. XXIII. Londres: Macmillan, 1973.
- _____. [1933b] The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy. In: MOGGRIDGE, D. E. (Org.). *The collected writings of John Maynard Keynes*, vol. XXIX. Londres: Macmillan, 1979.
- _____. [1936] *Teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Editora Atlas S.A., 1982.
- _____. [1937a] Teoria geral do emprego. In: SZMRECSÁNYI, T. (Org.). *Keynes*. São Paulo: Ática, 1984.
- _____. [1937b] Alternative theories of the rate of interest. In: MOGGRIDGE, D. E. (Org.). *The collected writings of John Maynard Keynes*, vol. XXIV. Londres: Macmillan, 1973.
- _____. [1937c] The 'ex ante' theory of the rate of interest. In: MOGGRIDGE, D. E. (Org.). *The collected writings of John Maynard Keynes*, vol. XXIV. Londres: Macmillan, 1973.
- KREGEL, J. A. Margins of safety and weight of the argument in generating financial fragility. In: *Journal of Economic Issues*, vol. XXXI n. 2, jun. 1997, p. 543-548.
- MINSKY, H. [1976] *Stabilizing an stable economy*: Nova York: McGraw-Hill Companies, 2008a.
- _____. [1987] *Securitization*. Policy Note. Annandale-on-Hudson. Nova York: The Levy Economics Institute, 2008b.
- _____. Financial crises: Systemic or idiosyncratic. In: *Working Paper* nº 51. Nova York: The Levy Economics Institute, 1991.
- _____. The financial instability hypothesis. In: *Working Paper* nº 74. Nova York: The Levy Economics Institute, 1992.
- MOLLO, M.L.R. Ortodoxia e heterodoxia monetárias: A questão da neutralidade da moeda. In: *Revista de Economia Política*, vol. 24, n. 3 (95), jul-set. 2004.
- ROBERTSON, D. H. Some notes on Mr. Keynes' general theory of employment. In: *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 51, n. 1, nov. 1936, p. 168-191

Recebido em 18/3/2016
e aceito em 1/4/2016.