

LUIZ ANTONIO DE OLIVEIRA LIMA

Este é um exemplar da Tese de Doutorado  
defendida pelo professor Luiz Antonio de O. Lima  
em 14/10/86



## TEORIA DE UMA ECONOMIA MONETÁRIA: A ANÁLISE DE KEYNES

Tese de Doutorado apresentada ao  
Instituto de Economia da Universidade  
Estadual de Campinas - UNICAMP.

Orientador: Professor Luiz Gonzaga de  
Mello Belluzzo.

SÃO PAULO  
1986

100110 3.0000  
BIBLIOTECA CENTRAL

À memória de meu pai.

## AGRADECIMENTOS

Ao Luiz Gonzaga, meu amigo e orientador, não só por suas observações sobre o tema desta tese, quando da leitura que fizemos da "Teoria Geral", mas, principalmente, por ter-me encorajado e estimulado a desenvolver um tema teórico e por ter-me convencido, contra a tendência vigente, de que o problema com a Ciência Econômica não é o excesso, mas, sim, a falta de teoria.

À Lúcia e ao José Luiz, pela compreensão que tiveram nos momentos, não poucos, em que tive de me isolar para completar este trabalho, e por reconhecerem que eu estava fazendo alguma coisa que, pelo menos para mim, era muito importante.

À Ivanisa Alcântara, pela competência e boa vontade na revisão gramatical do texto e na edição final desta tese e à Fátima Gomes, pela paciência na datilografia.

## SUMÁRIO

	Página
I - INTRODUÇÃO	5
II - O DINHEIRO E O EQUILÍBRIO GERAL	17
III - O DINHEIRO NA TEORIA DO DESEQUILÍBRIO E A "NEOCLASSIZAÇÃO" DE KEYNES	49
IV - O CAPITALISMO COMO CONCRETIZAÇÃO DE UMA ECONOMIA MONETÁRIA: A ANÁLISE DE KEYNES	91
V - POLÍTICA MONETÁRIA E MONETARISMO	153
VI - CONCLUSÃO	189
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	201

## I - INTRODUÇÃO

O conceito de economia monetária significa bem mais do que é normalmente designado pela teoria econômica convencional. Nesta, admite-se a existência de uma economia de trocas, estuda-se o seu funcionamento e depois se introduz um outro bem, com algumas características especiais, que se define como dinheiro; e a economia permanece como antes, apenas com um bem a mais, isto é, como uma economia de trocas monetizada.

Na verdade, o conceito de economia monetária possui um significado especial, que fica claro na seguinte observação de Keynes: "É uma economia na qual o dinheiro desempenha uma função decorrente de si próprio ('plays a part on its own') e afeta motivos e decisões e é, em resumo, um dos fatores estratégicos, de tal maneira que o rumo dos acontecimentos não pode ser predito, quer no longo ou no curto prazo, sem conhecimento do comportamento do dinheiro entre a primeira e a última situação. É isto que devemos ter em mente quando falamos de uma *economia monetária*." (Keynes, 1933a, pp.408-409).

Assim, no segundo capítulo deste trabalho, se procurará mostrar que a visão neoclássica não considera uma economia monetária no sentido referido por Keynes. Existe, de acordo com esta concepção, um setor real que determina um sistema de preços relativos de equilíbrio, totalmente independente da moeda. Justaposto a este setor, mas exterior a ele, define-se um sistem

ma monetário, submetido a algum tipo de poder discricionário, que fixa a quantidade de moeda. A equação das trocas determina o nível geral de preços e o valor da moeda é identificado como o inverso desse nível. Nesta economia, uma vez dados os preços relativos de equilíbrio, uma elevação da massa monetária não altera tais preços, não se alterando também o volume de bens produzidos e trocados, de tal modo que a moeda é um simples véu, sem influência sobre os fenômenos ditos reais.

Tal concepção, puramente quantitativa, contrapartida da teoria do valor, não foi modificada pelos teóricos modernos. Don Patinkin, procurando eliminar a indeterminação do dinheiro no modelo quantitativo clássico, introduziu neste o efeito de encaixes reais, cuja natureza decorre da função reserva de valor do dinheiro. Esta função teria a ver com a utilidade própria do dinheiro, isto é, a de mantê-lo líquido e não a decorrente de seu gasto. Assim, observa Patinkin "que se um processo de ajustamento econômico encontra-se em um estágio em que os preços relativos são os correspondentes a uma posição de equilíbrio, mas em que o nível absoluto de preços monetários é mais reduzido do que o de equilíbrio, isto implica que o valor dos encaixes monetários é mais elevado do que na posição de equilíbrio; correspondentemente, ocorrerá excesso de demanda nos demais mercados, exercendo pressão corretiva sobre os demais preços." (Patinkin, 1965, p. 41). Na verdade, como será discutido, Patinkin apenas detalhou os mecanismos através dos quais uma posição de equilíbrio é atingida, partindo-se de uma situação de desequilíbrio; no entanto, não eliminou a neutralidade do dinheiro, se se admitir que a situação inicial seja de equilíbrio em todos os mercados e que

haja uma modificação na massa monetária. Assim, dada uma situação de equilíbrio, se a quantidade de moeda duplicar ou triplicar, os encaixes em dinheiro e o nível de preços duplicarão ou triplicarão simultaneamente e os encaixes reais permanecerão os mesmos, de modo que o equilíbrio não será perturbado. Harry G. Johnson observa que, embora "a introdução dos efeitos de encaixes reais elimine a dicotomia quantitativa, isto é, torne impossível falar em preços relativos sem introduzir o dinheiro, não obstante conserva a proposição de que o equilíbrio real do sistema não se verá alterado pela quantidade de dinheiro, alterando-se apenas o nível de preços." (Johnson, 1965, p. 23).

O reconhecimento da indeterminação teórica da moeda na teoria monetária neoclássica levou alguns economistas, especialmente Clower e Leijonhufvud, como se tentará mostrar no terceiro capítulo, a definirem um sistema de trocas restrito, onde haveria uma mercadoria especial, dinheiro, que exerceria uma função fundamental no processo econômico. Tal sistema de trocas restrito, identificado com uma economia monetária, foi definido da seguinte maneira por Robert Clower: "A característica peculiar de uma economia monetária é que a algumas mercadorias (no presente contexto, todas, exceto uma) é negado o papel de meio de pagamento real ou potencial. Para formular tal idéia através de um aforismo, o dinheiro compra mercadorias, mercadorias compram dinheiro, mas mercadorias não compram mercadorias." (Clower, 1965, pp. 207-208).

Em tal economia existe um meio de pagamento único, que pode ser trocado por

não importa qual bem, enquanto são proibidas todas as trocas entre outras mercadorias. A consequência mais importante da transformação do regime de trocas em regime monetário é a considerável redução do número de trocas realizáveis, os agentes e os bens permanecendo os mesmos.

Na medida em que o dinheiro é introduzido conceitualmente, surge a possibilidade de racionamento dos demais bens, se for admitida a existência de mercados não-coordenados. Assim, se as decisões iniciais são tais que a quantidade demandada for menor do que a quantidade oferecida, os ofertantes serão racionados. Caso contrário, será o lado da demanda o racionado. Tais efeitos de racionamento constituem o caso geral, desde que não se aceite um processo de controle centralizado, que garanta a coordenação perfeita.

Desta maneira, ao suprimir as trocas diretas, a moeda, como acima definida, amplifica os efeitos do racionamento. Assim sendo, a chamada teoria do desequilíbrio de mercado - ao tentar justificar a existência da moeda, tendo como pano de fundo as funções nocionais de oferta e procura dos diversos agentes econômicos -, defronta-se com um paradoxo: um sistema econômico funciona melhor em regime de trocas do que em regime monetário. Neste caso, resta uma indagação: qual a razão de ser da moeda, por que foi introduzida em uma economia de trocas?

Do ponto de vista da construção de uma teoria positiva de uma economia monetária, tal como transparece na afirmação mencionada de Keynes, a teoria do desequilíbrio não avançou mais do que a formulação de Patinkin, isto é, a



economia da qual se trata continua sendo uma economia de trocas monetizada. Na verdade, todas as tentativas para introduzir a moeda na economia, sem abandonar o paradigma da troca e do valor baseado na utilidade individual, foram frustradas. A moeda foi introduzida como mais uma mercadoria. No entanto, continuou neutra e a economia permaneceu se comportando como uma economia de trocas.

Keynes percebeu que só seria possível construir uma teoria capaz de explicar a realidade de uma economia monetária como a capitalista se a moeda não fosse neutra, ou seja, se se apresentasse como o fator estratégico nas decisões dos agentes econômicos e, portanto, como o fator estratégico para a explicação dos movimentos desse tipo de economia. É neste sentido que se deve entender o Capítulo XVII da Teoria Geral, onde a não-neutralidade da moeda decorre de sua definição como um ativo caracterizado pela rigidez de sua taxa de retorno, isto é, da taxa de juros à baixa. Mas, por que um ativo com tal característica deve ser considerado estratégico?

Se tomarmos um bem de capital, iremos verificar que ele se caracteriza por seu retorno ( $q$ ) exceder seu custo de manutenção ( $c$ ) e, ainda, por ter um prêmio de liquidez ( $\ell$ ) irrisório. Por outro lado, um estoque de bens acabados possui um custo de manutenção ( $c$ ) que costuma superar a soma dos rendimentos ( $q$ ) mais seu prêmio de liquidez ( $\ell$ ), ao passo que o dinheiro tem um prêmio de liquidez que excede seu custo de manutenção, sendo seu rendimento nulo. Assim, é possível afirmar que o rendimento total de um bem de capital é aproximadamente  $q$ , o dos estoques aproximadamente  $c$  e o do dinheiro  $\ell$ , podendo tais taxas ser expressas em termos de uma mercadoria padrão, em geral em termos de dinheiro.

Se admitirmos a hipótese de que, em um dado momento, a taxa esperada de valorização de um bem de capital seja  $a_1$ , a taxa esperada para os bens em estoque  $a_2$ , poderemos expressar as taxas desses dois tipos de ativos por  $a_1 + q$  e  $a_2 - c$ . Suponhamos, porém, que a economia não esteja em equilíbrio, isto é, que tanto  $a_1 + q$  como  $a_2 - c$  sejam maiores do que  $\ell$ . Isto levará a um aumento da produção desses dois tipos de bens, o que, por sua vez, mantidos  $a_1$  e  $a_2$ , acarretará uma redução de  $q$  e  $c$ . Se supusermos, porém, que  $\ell$  não caia ou que caia muito mais vagarosamente do que  $q$  ou  $c$ , isto significa que se terá alcançado uma situação em que não será lucrativo produzir nenhuma dessas mercadorias, pois nenhuma delas apresentará um prêmio maior do que  $\ell$ , isto é, um prêmio maior do que o oferecido pela liquidez, a menos que se suponha que seu custo de produção, em uma data futura, venha a se elevar sobre os custos presentes em um valor que compense o custo de se manter bens em estoque até a mencionada data futura.

Deste modo, a existência de um ativo que se caracterize essencialmente pelo prêmio de liquidez (o dinheiro no mundo real) determina um teto para o aumento da produção de bens de capital ou de outros bens, estabelecendo o equilíbrio em uma situação em que  $(a_1 + q) = (a_2 - c) = \ell$ , de tal maneira que a produção, dado o valor positivo de  $\ell$ , se interromperá em um ponto em que os retornos  $a_1 + q$  e  $a_2 - c$  ainda sejam positivos, o que significaria recursos disponíveis para sua produção. Disto decorre que se  $\ell$  pudesse descer a zero, o que não ocorre em uma economia capitalista, não haveria nenhum obstáculo para que se produzisse até a eliminação de qualquer fator ocioso na economia.

O problema que se coloca então é determinar por que deveria haver um ativo "com uma taxa de juros própria mais relutante em cair - na medida em que aumenta o estoque dos demais bens da economia - do que os juros próprios dos outros ativos, dados em termos de si mesmos." (Keynes, 1936, p. 229). A justificativa para esse fato, no entanto, apresentada por Keynes na Teoria Geral, é inadequada, o que se tentará mostrar no Capítulo IV deste trabalho, não só por ser circular, mas também porque, ao tentar escapar de tal circularidade, Keynes se vê obrigado a introduzir argumentos ad hoc. Assim sendo, o objetivo básico do mencionado capítulo é o de retomar a argumentação desenvolvida por Keynes no "Treatise" e mostrar que, a partir daí, a circularidade da argumentação do Capítulo XVII da Teoria Geral pode ser superada e, assim, a moeda integrada na economia, de modo a poder-se definir uma economia monetária com as características exigidas pelo próprio Keynes.

Para tanto, se procurará mostrar que a integração da moeda implica o abandono do axioma neoclássico da manutenção do valor nas trocas - o axioma de que o valor se mostraria apenas no momento das trocas, revelando-se as preferências subjetivas dos agentes econômicos através dos preços -, passando-se a admitir que tal integração deve se dar no momento mesmo da criação do valor, isto é, no próprio processo produtivo e como condição dele.

Essa integração, porém, possui um custo, uma vez que ela depende do acesso dos empresários aos recursos financeiros. Tal custo, a taxa de juros, depende em última instância do estado de previsões de longo prazo daqueles que detêm a propriedade do capital. Tal observação, de ordem geral, será qualificada para mostrar que a taxa de juros na análise de Keynes não é um simples preço dos

serviços de um ativo de capital, mas, antes, o conceito de uma relação social, expressão da propriedade capitalista, na medida em que seu uso permite, através da competição entre os capitalistas, a apropriação de uma parte da massa global do valor gerado no período.

Ainda no quarto capítulo, esta interpretação levará a precisar a visão de Keynes de uma economia monetária, isto é, de uma economia na qual a posse do dinheiro, enquanto instrumento capaz de gerar rendimentos para seus proprietários e, portanto, enquanto capital, deve ser vista como um monopólio, significando, neste contexto, um controle sobre a produção. A sociedade, por causa desse monopólio, exercido por um grupo social, torna-se dependente, em termos de determinação do emprego e da produção, dos monopolizadores ou dos potenciais monopolizadores do dinheiro.

Desta forma, o dinheiro será identificado como uma realidade ambivalente: de um lado, apresenta-se como um elemento de coesão, na medida em que constitui a condição e também o fim último do processo da criação do valor e, de outro lado, como elemento de dissociação, uma vez que em uma economia em que as decisões são descentralizadas e realizadas por unidades privadas, que competem para obter o excedente gerado no processo produtivo, não há nenhuma razão a priori para que o rendimento monetário gerado leve exatamente à realização das expectativas de lucro dos capitalistas, o que ficará claro através do conceito de demanda efetiva.

Embora esta ambivalência faça parte da essência da moeda, em diferentes períodos do desenvolvimento do capitalismo uma das duas características acima men

cionadas prevaleceu em relação à outra. O caráter desagregador do dinheiro predominou, grosso modo, com a moeda metálica, até a Primeira Guerra. Neste sistema, as moedas privadas, emitidas livremente por bancos privados, eram apenas formas aproximadas de equivalente geral, isto é, seu status monetário era condicional, devendo ser validado a posteriori. Assim, se o crédito bancário alimentasse antecipações de produção e de vendas incompatíveis com as normas de produção e de troca, as emissões bancárias não teriam possibilidade de se concretizar como valores realizados, dando origem às crises de crédito para o setor produtivo e às quebras bancárias. Neste caso, sem a interferência de um Banco Central, haveria uma clara tendência para a destruição do status monetário das notas privadas e das condições de funcionamento do sistema.

Em contrapartida, com o "processo de centralização", que se iniciou a partir do fim da Primeira Guerra, as notas ou o dinheiro privado tendem a desaparecer e todo o dinheiro bancário ou de crédito passou a ser unificado pelos Bancos Centrais. Neste caso, ao contrário do que ocorria no sistema da moeda metálica, a crise não se manifesta necessariamente como uma crise financeira, uma vez que, até um certo limite, um banco privado tem condições de transformar sua moeda em moeda central. Segundo Suzanne Brunhoff, "A emissão destes bilhetes para converter a moeda privada representa uma validação social das antecipações privadas dos bancos e dos empresários. De um lado, os bilhetes emitidos no sistema de curso forçado não serão a expressão de uma mercadoria já produzida; de outro lado, como antecipação direta de um produto futuro, representado pelos signos de moeda bancária, em caso de crise de realização, estes bilhetes não constituem mais do que uma 'pseudo validação social' dos

trabalhos privados." (Brunhoff, 1978, p. 63). A consequência deste processo é uma contínua perda de valor da moeda, o que determina a elevação geral dos preços, expressa em termos de moeda nacional, passando assim a inflação, ao invés da crise financeira, a assumir a forma de crise no padrão do curso forçado.

Deste modo, colocou-se como objetivo do quinto capítulo repensar a função da política monetária diante dessa ambigüidade do dinheiro, já explicitada por Keynes e que a atual crise da economia capitalista recoloca diante de nós. Assim, uma redefinição da política monetária torna-se tão mais necessária não só em função de o keynesianismo convencional ter-se descuidado do dinheiro - tanto em suas preocupações teóricas como nas práticas -, mas também porque o Monetarismo, que tem como lema "money matters", paradoxalmente reduziu ao mínimo o âmbito de atuação da política monetária. É o que se pode depreender da afirmação de Milton Friedman de que "nós aceitamos a suposição da Teoria Quantitativa e pensamos que tal suposição está baseada na evidência ... de que mudanças na quantidade de dinheiro a longo prazo têm um efeito irrisório na renda real, de tal maneira que, ao longo de décadas, as forças não-monetárias são tudo o que importa, pouco importando o que aconteça com o dinheiro." (Friedman, 1970, p. 27).

Implícitas nessa posição estão a postulação doutrinária da volta às "regras do jogo" do sistema puro de mercados, como forma de correção dos efeitos centralização, e, de um ponto de vista teórico, a concepção do dinheiro como o simples véu monetário da velha teoria quantitativa, concepção que constitui o grande obstáculo para a compreensão e definição de uma economia monetária.

Finalmente, como conclusão, procurou-se apresentar uma reflexão, ainda que breve, sobre a metodologia da análise de Keynes, comparando-a inicialmente com a visão marxista de uma economia monetária e, a partir desta comparação, mostrar a contribuição e a originalidade do pensamento keynesiano.

## II - O DINHEIRO E O EQUILÍBRIO GERAL

Uma das críticas mais comuns dirigidas a Keynes é a de que sua análise do desemprego nada mais seria do que um caso particular da análise do equilíbrio geral, de inspiração walrasiana, isto é, caso em que haveria desequilíbrio em função de rigidez salarial, consequência da ação sindical ou da legislação sobre salários. Assim, a teoria walrasiana e não a keynesiana deveria ser considerada como uma teoria geral.

O sentido desta crítica e de suas implicações foi destacado de forma precisa por A.G. Hines:

"Até há pouco a maioria dos economistas possuía a mesma opinião sobre a natureza da contribuição de Keynes. Esta opinião não era muito favorável à pretensão de Keynes, de ter produzido uma teoria geral que fornecesse uma síntese entre a teoria do valor e da moeda. Com efeito, pensava-se que a única contribuição de Keynes teria sido a de ter imposto arbitrariamente certas restrições ao modelo então vigente - convertendo determinadas funções em constantes, levando certas flexibilidades de preço ao infinito ou a zero -, para pretender não só ter refutado o modelo clássico, mas também ter construído uma teoria. Como foi lembrado, durante tal discussão, para aspirar semelhante reconhecimento, seria necessário desenvolver uma teoria a partir de seus fundamentos. E isto, segundo aqueles economistas, Keynes não teria feito. Não seria exagerado afirmar que, para eles, se se tratasse apenas de teoria, Keynes teria tido o bom senso de não escrever nenhuma linha da Teoria Geral. Teria escrito uma nota no 'Economic Journal' (ou talvez, mais apropriadamente, uma carta ao 'The Times'), na qual teria feito a trivial observação de que nas economias capitalistas mo



ernas os salários são rígidos à baixa." (Hines, A.G., 1974, pp. 10 - 11).

De acordo com tais economistas, a alegação de Keynes, de que teria desenvolvido uma teoria do equilíbrio com desemprego, seria uma contradição, pois partem de uma definição de equilíbrio, segundo a qual tal situação ocorrerá apenas quando "todos os planos e expectativas de todos os agentes econômicos forem realizados, de tal modo que, dadas certas condições, nenhum agente se sentirá inclinado a rever tais planos ou expectativas." É evidente que, de acordo com essa definição de Bent Hansen, citada por Davidson (Davidson, 1977, p. 545), seria contraditório falar-se em equilíbrio havendo desemprego no mercado de trabalho. Se tal ocorresse, os trabalhadores deveriam estar dispostos a alterar suas exigências salariais, etc. Daí, a afirmação de que ou se interpreta a economia keynesiana como uma economia em desequilíbrio com desemprego - situação prevista como caso particular de uma teoria geral do equilíbrio - ou, então, deve-se considerar a alegação de Keynes como charlatanice teórica.

Em vista disto, o objetivo do presente capítulo não é tanto o de discutir o grau de generalidade das diversas teorias do emprego ou do desemprego, mas, sim, o de mostrar que as críticas levantadas à análise de Keynes prendem-se ao fato de seus autores, especialmente os identificados como monetaristas ou neoclássicos, não possuírem um conceito adequado do dinheiro, e, portanto, de não terem percebido o papel fundamental por ele desempenhado na "Teoria Geral do Emprego" e na explicação do desemprego nas economias capitalistas; e, em última instância, de não terem compreendido o próprio alcance da obra de Keynes.

Nas chamadas economias capitalistas, o dinheiro tem duas funções fundamentais, as quais, por sua vez, envolvem duas propriedades, ou seja, o dinheiro é o instrumento de liquidação de contratos e é, também, veículo pelo qual se pode transferir poder de compra não específico no tempo, o que significa que o dinheiro, na expressão de Paul Davidson, constitui uma "máquina de tempo", no sentido presente-futuro.

É verdade que alguns bens duráveis podem possuir a segunda característica desde que para eles haja um mercado à vista, bem organizado; no entanto, a característica de ser instrumento de liquidação de contratos é específica apenas ao dinheiro. É evidente também que esta característica envolve a existência de instituições que permitam a realização de contratos em termos monetários, em curtos ou longos períodos de tempo.

Assim, observa ainda Davidson, "o dinheiro desempenha um papel peculiar e essencial apenas quando as obrigações contratuais estendem-se por um significativo espaço de tempo. Se o sistema econômico em questão permite apenas transações à vista ('spot transactions') ... então, mesmo que seus membros se utilizem de um padrão adequado de valor ou de troca, tal numerário não será dinheiro, no sentido pleno do termo ... O dinheiro só importa em um mundo, nosso mundo, onde existe um grande número de contratos futuros, em termos monetários. Em tais economias é necessário que haja alguma continuidade em relação ao objeto a ser entregue quando da liquidação de contratos. A existência de instituições de mercado que permitam (e encorajem) contratar para pagamento futuro cria a necessidade por dinheiro e por liquidez." (Davidson, 1977, p. 543).

A liquidez requer que o dinheiro possua certas propriedades essenciais: elasticidade de produção zero ou muito pequena, o mesmo ocorrendo com a elasticidade de substituição, ou, como observa Keynes no Capítulo XVII da Teoria Geral: "o atributo de liquidez de forma alguma pode independer das características. Isto porque é improvável que um ativo, cuja oferta pode ser facilmente aumentada ou cuja procura pode ser facilmente alterada pela mudança dos preços relativos, possa ter o atributo da liquidez para os detentores de riqueza." (Keynes, 1936, p. 241).

Este ponto é de crucial importância para a forma de tratamento que se vai dar ao problema do dinheiro. Assim, antes de explicar a presença do dinheiro na economia através das necessidades criadas pela existência de certas instituições, como sugere Davidson, Keynes vai mais adiante, definindo algumas qualidades intrínsecas ao dinheiro (o raciocínio de Davidson peca por certo subjetivismo, pois se poderia dizer também que certas instituições podem existir porque existe o dinheiro). Assim, Keynes, ao afirmar, em relação ao dinheiro, que sua oferta é inelástica e que sua procura não pode ser alterada por modificações nos preços relativos, está chamando a atenção para o fato de que o dinheiro não é uma simples mercadoria e que seu preço (seu poder de compra) não pode ser definido pelo inverso do preço das demais mercadorias. Este é um ponto básico a ser desenvolvido neste capítulo. Quase como decorrência desta verificação, sabendo-se que, de acordo com Keynes, a possibilidade do desemprego está ligada à existência do dinheiro, com todas as conseqüências que isto acarreta - contratos monetários envolvendo tempo, preferência pela liquidez -, na medida em que se demonstrar que o dinheiro não pode ser integrado com todas as suas características em uma teoria do equilíbrio geral do tipo walrasiano, ter-se-á demonstrado que o conceito de desemprego keynesiano

não é o mesmo que pode ser inferido a partir de tal teoria, e que a teoria de Keynes não é um caso particular do modelo walrasiano, simplesmente porque este não expressa a realidade de uma economia monetária, na qual o dinheiro desempenha função estratégica.

1

As análises de inspiração walrasiana têm como principal objetivo mostrar a possibilidade de articulação entre os diferentes agentes econômicos, atuando isoladamente, porém de maneira coordenada, mediante as informações de um leiloeiro (neste caso originárias de uma entidade central), ou então a partir das aproximações permitidas pelo mercado. Para tanto, são obrigados a mostrar a significação de elementos como firma, produção, investimento, taxa de juros, estoques e dinheiro, construindo modelos simples e tornando-os mais complexos através da introdução desses elementos. Assim, nessas análises, o modelo mais simples é o da troca entre diferentes agentes dispondo de um número fixo de mercadorias.

Desta forma, uma das características dessas análises é a introdução da teoria das trocas, da teoria do crédito e da formação de capital, antes da introdução do dinheiro. Assim, segundo as qualificações de Negishi (Negishi, 1977), os seguintes pontos devem ser realçados:

- a) na teoria walrasiana das trocas e da produção e na teoria do crédito e da formação de capital, todas as trocas devem ser não-monetárias, isto é, trocas diretas entre bens, uma vez que ainda não foi introduzido o dinheiro;
- b) a razão de se partir da teoria das trocas e da produção para a teoria

do capital e do crédito é a de se considerar a determinação da taxa de juros, isto é, o preço do capital, mediante a introdução do investimento e da poupança no modelo;

c) similarmente, a introdução da teoria da circulação e do dinheiro tem como objetivo a determinação do nível de preços.

Em cada uma dessas situações, a teoria walrasiana procura demonstrar a existência de um equilíbrio geral, que pode ser definido como "um estado no qual não-somente cada indivíduo (ou firma) realiza o máximo de satisfação (ou lucros), sob determinadas circunstâncias, como também são equilibradas a oferta e a procura em cada mercado." (Negishi, 1977, p.603).

Uma primeira restrição a ser feita, a partir da descrição anterior, é a de que o dinheiro não é uma peça essencial no modelo de equilíbrio geral walrasiano; quase como decorrência disto, pode-se questionar a possibilidade de uma economia de trocas generalizadas, onde as mútuas necessidades dos agentes geralmente não coincidem, funcionar sem a existência do dinheiro.

A solução walrasiana foi introduzir o que se chamou "tâtonnement", que, como veremos, constitui um artifício impossível de ser generalizado para todos os mercados. Esta solução, no entanto, tinha como objetivo ilustrar a possibilidade mais realista de se atingir a situação de equilíbrio geral mediante a operação das chamadas leis da oferta e da procura, desde que os mercados obedecessem a certas condições, das quais a mais fundamental seria a informação aproximadamente perfeita.

Outra restrição é que a introdução do dinheiro, em uma situação de equilíbrio geral, em nada altera os resultados efetivos alcançados pelos agentes e pelas firmas, em termos de maximização da satisfação ou maximização dos lucros. Veremos também que o dinheiro introduzido ex post, isto é, em uma situação de equilíbrio geral que tenha sido atingida através do "tâtonnement", não passa de um simples numerário, ou seja, mais uma mercadoria com certas características físicas especiais e que se apresenta como intermediário na troca de todas as demais mercadorias. Em outras palavras, no caso da existência de qualquer uma das condições mencionadas, capazes de levar ao equilíbrio geral, o dinheiro seria algo totalmente desnecessário. Esta situação ficará mais clara se a opusermos a uma situação em que o dinheiro é uma entidade existente antes de se atingir o equilíbrio. Neste caso, como demonstrou Clower ( o que será considerado adiante ), pode-se atingir uma situação de desemprego involuntário sem que seja necessário introduzir qualquer tipo de rigidez no modelo de equilíbrio geral.

Antes porém de se demonstrar que o dinheiro não desempenha nenhuma função em um modelo de equilíbrio geral, será melhor definida a natureza do "tâtonnement", uma vez que este se apresenta como a condição mais adequada para a existência do equilíbrio geral.

Para tanto, deve-se supor que todos os indivíduos ou firmas, através de seus representantes, deveriam encontrar-se em um determinado local, diante de um leiloeiro, cuja função seria a de determinar os preços possíveis. Inicialmente, o leiloeiro chamaria os preços dos bens e dos títulos ao acaso; com base nesses preços, os indivíduos e firmas tomariam suas decisões,

estabelecendo as quantidades possíveis de serem oferecidas ou demandadas. Fixadas tais quantidades, se a demanda se igualasse à oferta, as trocas ou, se fosse o caso, os contratos seriam realizados aos preços chamados, ficando resolvido o problema. Caso contrário, isto é, se as quantidades oferecidas e demandadas não coincidissem para todos os bens, os preços chamados seriam cancelados, e novos preços seriam apontados pelo leiloeiro, segundo a lei da oferta e da procura, isto é, elevando ou reduzindo os preços dos bens para os quais as quantidades demandadas fossem, respectivamente, maiores ou menores do que as quantidades oferecidas. O mesmo processo seria repetido tantas vezes quantas fossem necessárias, até se atingir o equilíbrio geral, quando seriam estabelecidos, de maneira definitiva, as trocas e/ou os contratos.

O "tâtonnement" é um processo que pode se consubstanciar em alguns mercados tal como o mercado de ações ou de certas mercadorias, o que, no entanto, não justifica que o procedimento seja generalizado para toda uma economia. Um outro processo, capaz de trazer resultados semelhantes aos do "tâtonnement" walrasiano seria o funcionamento da lei da oferta e da procura, através de ajustes consecutivos pelas partes interessadas, em uma situação onde não estaria presente o leiloeiro, com toda a sua discrição.

Tais mercados, para permitirem que se atingisse uma situação de equilíbrio geral, requereriam informação aproximadamente perfeita, oferta e procura atomizadas em uma multiplicidade de agentes incapazes de sustentarem o preço que não fosse o de mercado. Com o desequilíbrio da oferta ou da procura, transações poderão ocorrer apenas se as partes encontrarem outras

partes desejosas de realizar o negócio. No caso de a demanda ser deficiente, os agentes do lado da oferta consideram a possibilidade de reduzir os preços a fim de atrair mais compradores, movimento este que é reforçado pela ação destes. Assim, como consequência do excesso de ofertas, os preços tendem a cair. De modo similar, os preços tendem a elevar-se em função de excesso de demanda. Desta maneira, dada uma certa velocidade de informação, os resultados obtidos por este último procedimento (lei da oferta e da procura) tenderão a coincidir com aqueles que seriam atingidos diante da presença de um leiloeiro walrasiano.

## 2

Tendo em vista detalhar as restrições feitas anteriormente, consideremos o modelo walrasiano na sua versão mais simples, sugerida por E. R. Weintraub (Weintraub, 1974, pp. 19 e seq.), isto é, sem incluir a produção, a formação de capital e o crédito e sem incluir também o dinheiro, em sua acepção mais corriqueira, isto é, como mercadoria cuja única utilidade seria tornar mais flexível o processo de trocas.

Este modelo caracteriza uma economia onde os agentes trocam entre si estoques fixos de bens, o que significa que o estudo dos diferentes mercados depende basicamente da demanda pelas mercadorias individuais, uma vez que as funções de oferta das mesmas podem ser consideradas totalmente inelásticas.

Comecemos definindo os elementos do modelo:

Se  $x_i$  representa uma certa quantidade do  $i$ -ésimo bem e, portanto,

$x = (x_1 \dots x_n)$  um vetor das diferentes quantidades dos diversos bens,  $x_i^j$



representa as quantidades desejadas do bem pelo  $j$ -ésimo consumidor e  $x^j = (x_1^j \dots x_n^j)$ , o conjunto de mercadorias desejadas pelo  $j$ -ésimo agente.

Supomos que  $j$  pode estabelecer uma escala de preferências para cada um desses bens, de maneira que seja possível definir uma função utilidade de  $j$ , isto é,

$$U^j(x^j) = a_k^j \log x_k^j \quad (1)$$

sendo  $a_k$  uma constante, onde  $0 < a_k < 1,0$  e  $\sum a_k = 1,0$ . Desta maneira, se a quantidade do bem  $k$  aumentar, aumentará a utilidade do consumidor  $j$ , pelo logaritmo natural de  $x_k^j$ .

Definiremos agora a restrição orçamentária de  $j$ , como o valor das mercadorias que possui e que pode vender. Admitindo-se uma situação de competição, de tal maneira que o preço do  $i$ -ésimo bem é dado ao vendedor, temos:

$$I_j = p_1 x_1^j + p_2 x_2^j + \dots + p_n x_n^j \quad (1a).$$

Maximizando-se tal função, usando-se o método de Lagrange, verifica-se que a quantidade demandada do bem  $i$  por  $j$  depende dos preços dos diferentes bens e da renda do consumidor, isto é,

$$D_i^j(p_1, \dots, p_n; I^j) = x_i^j = \frac{a_i^j I^j}{p_i} \quad (*) \quad (2)$$

A partir dessas funções, poderemos definir o conceito de excesso de demanda. Supondo-se a existência de  $m$  agentes econômicos, a demanda do bem  $i$  é igual à soma das demandas individuais, de tal maneira que

$$D_i(p_1, \dots, p_n; I) = \sum_{j=1}^m D_i^j(p_1, p_2, \dots, p_n, I^j) \quad (3)$$

ou, simplesmente,

$$D_i(p_1, \dots, p_n, I) = \sum_{j=1}^m \frac{a_i^j I^j}{p_i} \quad (4)$$

e  $I = I^1 + I^2 + \dots + I^m$ . Supondo-se também que todos os indivíduos têm gostos iguais, podemos definir a curva de demanda do bem  $i$  alternativamente por

$$D_i(p_1, \dots, p_n, I) = \frac{a_i}{p_i} \sum_{j=1}^m I^j \quad (5)$$

(\*) Consideremos a derivação da demanda de  $x_i$  do  $j$ -ésimo consumidor. Dadas as funções de utilidade (1) e de restrição orçamentária (1a) acima, poderemos determinar a função:  $h = u^j(x_i^j) + \lambda g(I - p_1 x_1 - p_2 x_2 - \dots - p_n x_n)$ . Maximizando  $h$  em relação a  $x_i$  (condição necessária), teremos:

$$\frac{\partial h}{\partial x_i} = \frac{\partial u}{\partial x_i} + \lambda \frac{g}{x_i} = \frac{\partial u}{\partial x_i} - \lambda p_i = 0.$$

Como  $\frac{d(\log x)}{dx} = \frac{1}{x}$ ,  $\frac{\partial u}{\partial x_i} = \frac{a_i}{x_i}$ , vamos obter  $\frac{a_i^j}{x_i^j} - \lambda p_i = 0$ ,

ou  $x_i^j = \frac{1}{\lambda} \cdot \frac{a_i}{p_i}$ . Substituindo  $x_i$ , na restrição orçamentária, obtemos

$I - (p_1 \cdot \frac{1}{\lambda} \cdot \frac{a_1}{p_1} + p_2 \cdot \frac{1}{\lambda} \cdot \frac{a_2}{p_2} + \dots + p_n \cdot \frac{1}{\lambda} \cdot \frac{a_n}{p_n}) = 0$ , ou

$I = \frac{1}{\lambda} (a_1 + a_2 + \dots + a_n)$ . Isolando-se  $\lambda$  na última equação e substituindo

em  $x_i = \frac{1}{\lambda} \cdot \frac{a_i}{p_i}$ , se determinará  $x_i = \frac{a_i \cdot I}{p_i (a_1 + a_2 + \dots + a_n)}$ . Como

$(a_1 + a_2 + \dots + a_n) = I$ , teremos  $x_i^j = \frac{a_i I}{p_i}$ .

Além disso, definindo o estoque total do bem  $i$  por  $\bar{x}_i = \sum_{j=1}^m \bar{x}_i^j$ ,

isto é, como o soma dos estoques dos  $i$  bens possuídos pelos  $m$  agentes e como

$$I^j = \sum_{i=1}^m p_i x_i^j \quad \text{e} \quad I = \sum_{j=1}^m I^j \quad (6)$$

$$(5) \quad \text{pode ser escrita como} \quad D_i(p_1 \dots p_n, I) = \frac{a_i}{p_i} \cdot I \quad (5a)$$

$$\text{ou} \quad D_i(p_1 \dots p_n, I) = \frac{a_i}{p_i} \sum_{i=1}^n p_i \bar{x}_i \quad (7)$$

Podemos definir agora a função de oferta como  $\bar{x}_i$ , a qual combinada com (7) nos dá a função "excesso de demanda" para o bem  $i$ .

$$E_i(p_1 \dots p_n) = \frac{a_i}{p_i} (p_1 x_1 + p_2 x_2 \dots p_n x_n) - \bar{x}_i \quad (8)$$

$$\text{ou,} \quad E_i(p_1 \dots p_n) = \frac{a_i}{-p_i} \left[ p_1 \bar{x}_1 + \dots \left(1 - \frac{1}{a_i}\right) p_i \bar{x}_i + \dots p_n \bar{x}_n \right] \quad (8a)$$

De onde podemos escrever o modelo de equilíbrio geral de uma economia de trocas, consideradas as hipóteses acima, por

$$\begin{aligned} E_1(p_1 \dots p_n) &= \frac{a_1}{p_1} \left[ \left(1 - \frac{1}{a_1}\right) p_1 \bar{x}_1 + p_2 \bar{x}_2 \dots + p_n \bar{x}_n \right] \\ E_2(p_1 \dots p_n) &= \frac{a_2}{p_2} \left[ p_1 \bar{x}_1 + \left(1 - \frac{1}{a_2}\right) p_2 \bar{x}_2 + \dots + p_n \bar{x}_n \right] \\ &\vdots \\ E_n(p_1 \dots p_n) &= \frac{a_n}{p_n} \left[ p_1 \bar{x}_1 + p_2 \bar{x}_2 + \dots \left(1 - \frac{1}{a_n}\right) p_n \bar{x}_n \right] \end{aligned} \quad (9)$$

É possível provar que existe um vetor de preços positivos capaz de determinar uma solução de equilíbrio para o sistema de equações (9), isto é, que existe um vetor tal que  $p_i^e > 0$ , para alguns  $i$ , e  $p_i^e \geq 0$ , para todos os  $i$  bens, de

tal modo que  $E_i(p_1^e, p_2^e, \dots, p_n^e) = 0$  para todos os  $i$  (\*)

### A LEI DE WALRAS

Como estamos considerando uma economia de trocas, será necessário expressar o preço de cada bem como uma relação de troca entre esse bem e outro bem. Assim, nada nos impede de expressar o preço de  $n-1$  bens da economia em termos do mesmo bem, que, portanto, aparecerá no denominador de todas as relações de troca possíveis, de tal maneira que  $(\frac{p_1}{p_n}, \frac{p_2}{p_n}, \dots, 1)$  serão os  $n-1$  preços dos bens mencionados. O preço do  $n$ -ésimo bem será, portanto, o chamado numerário, isto é uma simples unidade de conta.

Intuitivamente podemos perceber que, se não houver equilíbrio nos  $n-1$  mercados, isto é, se houver excesso de oferta ou excesso de demanda, o  $n$ -ésimo mercado também estará desequilibrado, pois um excesso de demanda

---

(\*) Por inspeção, pode-se determinar que  $p_i^e = \frac{a_i}{\bar{x}_i}$  para  $i = 1, 2, \dots, n$  sen

do  $p_i^e > 0$ , pois  $a_i > 0$  e  $\bar{x}_i > 0$  e finito. Assim, substituindo-se, por exemplo, em  $E_1, p_1$  por  $\frac{a_1}{\bar{x}_1}$ , será estabelecido que  $(1 - \frac{1}{a_1}) p_1 x_1$  é

igual a  $(a_1 - 1)$  e menor que 0 e maior que  $(-1)$ ; substituindo-se os demais  $p_i$  por  $\frac{a_i}{\bar{x}_i}$  se determinará  $(a_1 - 1) + a_2 + a_3 + \dots + a_n = 0$ , dado

que  $a_1 + a_2 + \dots + a_n = 1, 0$ .

dos  $n-1$  bens significa um excesso de oferta de numerário e vice-versa, de tal maneira que podemos escrever:

$$\sum_{i=1}^{n-1} p_i E_i = - p_n E_n$$

No caso de haver equilíbrio nos  $n-1$  mercados, isto é, o  $E_i = 0$  para  $i = 1, 2, \dots, n-1$ , teremos necessariamente equilíbrio no  $n$ -ésimo mercado, pois,  $- p_n E_n = 0$ .

Como  $p_n \neq 0$ ,  $E_n$  deverá ser necessariamente igual a 0.

Outra propriedade do sistema de equações de excesso de demanda é sua homogeneidade de grau zero em preços, isto é, se os preços duplicam, triplicam ou se são reduzidos à metade, o excesso de demanda fica inalterado. Para ilustrar este ponto, consideraremos as mesmas equações do sistema de equações (9).

$$E_i(p_1, p_2, \dots, p_n) = \frac{a_i}{p_i} \left[ p_1 \bar{x}_1 + \dots \left(1 - \frac{1}{a_i} p_i x_i\right) + \dots p_n \bar{x}_n \right]$$

se  $p_1^* = 2p_1$ ,  $p_2^* = 2p_2$  e  $p_n^* = 2p_n$ , então definiremos

$$E_i(p_1^*, p_2^*, \dots, p_n^*) = \frac{a_i}{p_i^*} \left[ p_1^* \bar{x}_1 + \dots \left(1 - \frac{1}{a_i} p_i^* \bar{x}_i\right) + \dots p_n^* \bar{x}_n \right]$$

$$= \frac{a_i}{2p_i} \left[ 2p_1 \bar{x}_1 + \dots \left(1 - \frac{1}{a_i} 2p_i \bar{x}_i\right) + 2p_n \bar{x}_n \right]$$

$$= \frac{2a_i}{2p_i} \left[ p_1 \bar{x}_1 + \left(1 - \frac{1}{a_i} p_i \bar{x}_i\right) + p_n \bar{x}_n \right]$$

$$= E_i(p_1, p_2, \dots, p_n)$$

Pela demonstração acima, verificamos que é a homogeneidade do excesso de

demanda que dá ao sistema uma solução de preços relativos. Desta maneira, o vetor de preços de equilíbrio não é o único; no entanto, se pensarmos que é um conjunto de relações que podem ser multiplicadas por qualquer constante, o vetor de preços de equilíbrio será o único. Assim, o conjunto de  $n-1$  preços relativos é o único.

3

Podemos retomar a análise de uma economia de trocas em uma situação de equilíbrio geral, lembrando que o sistema poderia ser reduzido a

$$E_i(p_1, \dots, p_n) = 0 \quad i = (1, 2, \dots, n), \text{ ou}$$

a  $n$  funções de excesso de demanda de  $n$  bens. Este sistema, que contém uma equação dependente, tem condições de determinar, portanto, apenas  $n-1$  preços relativos, de tal maneira que se o  $n$ -ésimo bem for escolhido como numérico, todos os demais preços poderão ser expressos em termos desse número. Desta maneira, o sistema "real" ou de trocas tem condições de determinar apenas os preços reais (dados em termos de um bem) ou relativos, pois uma elevação ou redução proporcional de todos os preços relativos deixaria o sistema inalterado em termos de suas variáveis reais.

De outro lado, como qualquer dos  $n$  bens, em princípio, pode servir como numérico, o sistema de  $n$  equações tem condições de nos dar apenas os  $(n-1)$  preços relativos dos bens, sendo impossível a determinação dos níveis absolutos de preços. Assim, permanece a questão: De que maneira pode ser deter

minado o nível de preços ou os preços absolutos dos diferentes bens?

Ainda de acordo com a Lei de Walras, estabelecido o equilíbrio nos  $n$  mercados do setor real, automaticamente haverá equilíbrio no mercado monetário. Esta é uma questão que é tradicionalmente considerada como macroeconômica, e cuja resposta é dada nos termos da chamada equação de trocas. Assim, se  $M$  é a oferta monetária e  $V$  a velocidade de circulação da moeda, considerada constante, teremos

$$\sum_{i=1}^n P_i Q_i = MV$$

a qual será a equação a ser adicionada ao sistema de excessos de demanda nulos. A moeda, em outros termos, será uma outra mercadoria, que terá como finalidade específica servir de intermediário nas transações de bens e serviços, isto é, nas transações ocorridas no setor real. Passaríamos assim a ter  $n+1$  equações.

A alteração do valor de  $M$  teria como único efeito alterar o nível de preços, que, por sua vez, como já anteriormente considerado, em nada alteraria os  $n$  preços relativos que seriam determinados no setor real através das equações de excesso de demanda dos diferentes bens. Teríamos assim uma espécie de dicotomia: os fatores reais determinando os preços relativos e o fator monetário determinando o nível absoluto de preços, o que pode ficar mais claro a partir do raciocínio a seguir.

Manipulando a equação anterior teremos:

$$M = \frac{1}{V} \sum_{i=1}^n P_i Q_i$$

onde o lado esquerdo indicará a oferta de dinheiro e o lado direito a demanda, sendo o excesso de demanda de dinheiro dado por

$$\left( \frac{1}{V} \sum_{i=1}^n P_i Q_i - M \right)$$

Sendo  $V$  constante, o excesso de demanda monetária será função dos preços e das quantidades de dinheiro, pois, embora sendo as quantidades demandadas homogêneas de grau zero em relação aos preços, o excesso de demanda monetária é homogêneo de grau 1,0 em relação aos preços e às quantidades de dinheiro. Uma variação da quantidade de dinheiro, embora afete os preços absolutos de cada mercadoria e o nível geral de preços, em nada afetará as variáveis reais da economia.

Uma objeção, no entanto, poderia ser levantada em relação a tais conclusões: Tal resultado não decorre de se estar considerando uma economia onde não apareçam as atividades de produção e as de formação de capital?

Na verdade, a introdução da produção em nada alterará as conclusões acima: as atividades das empresas restringem-se à mediação; nem a aquisição dos "inputs" nem a remuneração dos fatores primários de produção (em nosso modelo de trocas o valor desses fatores é dado por parte dos estoques dos bens existentes,  $\bar{x}_1$ ) têm sua fonte definitiva em um ato das empresas. Os serviços dos fatores produzem tudo e estes recolhem tudo. A consequência, como observa Bernard Schmitt, é que as "empresas não existem senão em função dos serviços produtivos; assim, suas atividades são dissolvidas em um papel de pura



mediação. Os sujeitos finais restringem-se, pois, às duas categorias: consumidores e fatores produtivos." (Schmitt, 1966 p. 35).

A formação de capital também não foge a essa regra. Tal atividade é sugerida, no modelo de equilíbrio geral, pelo adiamento do consumo, que possibilita um aumento da produção presente. Alguém estará disposto a abrir mão de parte de seu estoque mediante uma certa remuneração  $r$  (taxa de juros). Assim, quem abre mão de  $\bar{x}_1$  hoje, terá no futuro  $\bar{x}_1(1+r)$ . Admitindo-se previsão perfeita dos preços futuros e que o consumo futuro, tal como o consumo presente, esteja sujeito às condições dadas na equação (1), o problema do equilíbrio intertemporal resume-se a um problema de maximização de utilidade, apenas envolvendo na função de utilidade não mais a transformação de dois bens diferentes, mas a transformação do mesmo bem em dois diferentes momentos do tempo. No caso de admitir-se expectativas sobre os preços futuros, o modelo de equilíbrio geral é obrigado a supor que tais expectativas sejam adaptativas, isto é, que os agentes econômicos alterem suas expectativas de tal maneira que o preço esperado  $p^* < p_i, p^*$  se elevará, o que corresponde a uma situação em que se pode apreender com o erro ("error learning") permitindo que se preveja cada vez com maior exatidão o preço futuro, o que explica ainda a convergência do sistema para um equilíbrio da mesma forma que ocorreria com o sistema intemporal ou de previsões absolutamente racionais (\*).

---

(\*) Uma clara exposição deste problema encontra-se em Roy Weintraub, (Weintraub, 1974, Capítulo 4).

Pode-se justificar agora por que é tão limitada a função do dinheiro na análise walrasiana. Sobre isto observa com pertinência Negishi: "Para se estabelecer o equilíbrio geral sem usar dinheiro, é necessário supor a existência do 'tâtonnement', que implica informação perfeita. Assim, se o dinheiro é introduzido apenas depois de estabelecido o equilíbrio por 'tâtonnement', não é de espantar o papel limitado desempenhado pelo dinheiro. Na verdade, não há razão para que o papel de meio de troca deva ser atribuído exclusivamente a um único item, denominado dinheiro. Desde que os preços de equilíbrio estão determinados, quase todo bem pode ser usado, se necessário, como um meio de troca, a menos que seja perecível ou difícil de carregar." Desta maneira, o significado restrito do dinheiro "nada tem a ver com o significado do dinheiro em uma economia de 'não-tâtonnement', em que a informação não é perfeita ... Quando introduzido por último o dinheiro pode ser neutro. Mas por que deveria ser introduzido por último?" (Negishi, 1977, p. 611).

Assim sendo, o problema da introdução do dinheiro, com as características anteriormente definidas, deve ser colocado de maneira diversa: a análise deve ser construída a partir de uma situação em que o dinheiro exista ab initio, isto é, em uma situação na definição precisa de Clower "em que o dinheiro compra bens e os bens compram dinheiro, mas bens não compram bens." Antes porém de considerarmos as implicações de tal hipótese, no terceiro capítulo, devemos considerar, ainda que de maneira breve, a tentativa de Patinkin de justificar a existência do dinheiro no equilíbrio walrasiano.

Patinkin reconhece a indeterminação do dinheiro no modelo de equilíbrio geral, tal como apresentado anteriormente. Assim, observa que: "Se o papel da teoria monetária é o de explicar determinação do nível de preços, o postulado de homogeneidade ... é a antítese de toda a teoria monetária." (Patinkin, 1965, p. 176). No seu intento de validar uma teoria do equilíbrio geral (a teoria quantitativa), Patinkin, juntamente com outros modernos teóricos do dinheiro, segue a orientação, pelo menos dita keynesiana, de enfatizar a reserva de valor como função primária da moeda. Assim, observa Davidson:

"Para estes teóricos da moeda, é a função de reserva de valor da moeda que é realçada, paradoxalmente, nos seus modelos de absoluta certeza. Assim, por exemplo, Tobin declara: 'a propriedade crucial do dinheiro nesta situação é a de ser uma reserva de valor, na medida em que se enfatiza a escolha de ativos ou o equilíbrio de 'portfólio' entre um conjunto de ativos, todos com retornos certos'. Friedman define o dinheiro como qualquer coisa que desempenhe a função de prover uma reserva temporária de poder geral de compra ('temporary abode for general purchase power'), enquanto se supõe que em equilíbrio não há incerteza desde que todos os valores reais antecipados não se alterem durante o período em análise, isto é, todas as mudanças são previstas desde o começo." (Davidson, 1977, p. 143).

Similarmente, o conhecido efeito dos encaixes reais de Patinkin decorre da mesma função do dinheiro, enquanto reserva de valor. Esta visão é definida

de maneira sucinta por este autor, ao observar que tal função deve ser relacionada "com a utilidade de se manter o dinheiro ('utility of holding money'), e não com a de gastá-lo ('spending it')" e continua:

"nossa preocupação é com a demanda monetária que existiria mesmo se houvesse perfeita certeza em relação aos preços futuros e à taxa de juros. A incerteza desempenha um papel na análise, mas apenas a incerteza em relação ao tempo de pagamento. Assim, um subproduto deste argumento é demonstração de que preços dinâmicos ou incertos e/ou expectativas sobre a taxa de juros não são uma condição sine qua non de uma demanda monetária positiva." (Patinkin, pp. 80-81).

A afirmação abaixo deixa mais clara a posição de Don Patinkin em relação à indeterminação monetária no modelo de equilíbrio geral:

"Suponhamos que um equilíbrio inicial se rompa, de tal maneira que todos os preços monetários variem na mesma proporção. Desde que os preços relativos não se alteram, o 'postulado da homogeneidade' exige que não se altere também nenhuma função de demanda no setor real. Assim, estando em equilíbrio os mercados do setor real, eles permanecem como antes. Pela Lei de Walras, este equilíbrio se estende ao mercado monetário. Assim, a alteração segundo uma mesma proporção de todos os preços em relação a um nível de equilíbrio dado não cria nenhuma força no mercado que possa levar os preços monetários a retornarem a seu nível inicial. Em consequência, se o sistema está em equilíbrio em um certo nível ... qualquer outro múltiplo desse nível assegurará também o equilíbrio. O nível de preços absoluto é indeterminado." (Patinkin, 1965, p. 176).

A proposta de Patinkin consiste, portanto, em superar a dicotomia entre setores reais e monetários, isto é, preços relativos dados no setor real e insensíveis a alterações no mercado monetário, não eliminando tal dicotomia, mas integrando os movimentos dos dois setores. De certa forma tal proposta não é nova. Pigou já havia sugerido que a variação do nível geral de preços pode exercer um efeito sobre a oferta e a procura de mercadorias. No entanto, como poderia ocorrer tal fenômeno? Patinkin o explica mediante o chamado efeito dos encaixes sobre os bens ou, simplesmente, efeito dos encaixes reais ("real balances effect"). Tal efeito decorre do fato de que a moeda, enquanto mantida como encaixe ou reserva, deixa de ser simples intermediário, cujo valor é tomado por empréstimo dos bens reais, mas passa a ter valor por seus méritos próprios. Ela é conservada pela única utilidade que sua posse confere.

As necessidades de encaixes reais decorreriam de uma estrutura econômica onde se distinguem sobretudo os motivos de transação, de especulação e precaução para se demandar moeda. Salvo em situações de ilusão monetária, estas necessidades são proporcionais ao poder de compra dos encaixes e não a seu valor nominal. As necessidades de reserva vão constituir um "continente", na expressão de Schmitt, no qual a moeda injetada irá alojar-se. Este continente, isto é, sua medida precisa, dita a determinação econômica da moeda. Assim, esta não aparece como um numerário extra em uma situação em que as mercadorias bastariam ao conjunto das ofertas e procuras; ela é, ao contrário, demandada por si mesma, na proporção dos encaixes desejados. Assim, a ligação da moeda com o setor real cria uma interdependência entre os preços monetários e os preços relativos. "Suponhamos agora" - diz

Patinkin - "que um processo de ajustamento econômico está em um estágio em que os preços relativos são os correspondentes a uma posição de equilíbrio, mas em que o nível absoluto dos preços monetários é mais reduzido do que o de equilíbrio. Isto implica que o valor real dos encaixes monetários é mais elevado do que na posição de equilíbrio. Correspondentemente, ocorre excesso de demanda nos demais mercados, exercendo pressão corretiva nos preços." (Patinkin, 1965, p. 41). Desta forma, podemos ver que toda a diferença entre os preços absolutos em relação a seus preços relativos provoca automaticamente forças compensatórias. E estas mesmas forças vão assegurar a estabilidade do equilíbrio quando ele for realizado.

Em princípio, a integração da moeda no sistema de equilíbrio geral, através dos efeitos do encaixe, segundo a observação de Patinkin, teria quatro aspectos que merecem consideração:

- a) O efeito dos encaixes reais conserva a originalidade da moeda em relação aos demais bens, isto é, os encaixes são desejados não por terem imediato poder de compra, mas por eles mesmos, na medida em que neutralizam as incertezas do futuro.
- b) O efeito assegura a determinação da moeda. O excesso de demanda de moeda não é nada mais do que o valor monetário do excesso de oferta da mercadoria, a um dado vetor de preços, e vice-versa.
- c) Confirma a teoria quantitativa da moeda. Sabemos que a Lei de Walras não integra a moeda, mas a supõe integrada a partir de sua injeção na economia, a qual, no entanto, escapa à determinação econômica; o mesmo não ocorre com a integração, que é explicada a partir do efeito dos encaixes.

xes reais. Daí a utilidade e a validade da equação de trocas  $M = \frac{1}{V} PT$  para incorporar o elemento independente do processo econômico, isto é, a oferta exógena de moeda.

- d) O efeito de Patinkin, ao confirmar a hipótese do equilíbrio geral, estabelece a possibilidade de fusão entre produção e troca. Assim, como foi discutido anteriormente, os fatores produtivos podem ser assimilados a bens quaisquer, pois, da mesma forma que estes, os estoques de fatores deverão ser considerados como bens patrimoniais, com um valor necessariamente dado em termos monetários.

Assim, apesar de Patinkin acreditar ter resolvido o problema da integração monetária, não é difícil mostrar que, mesmo com a introdução do efeito dos encaixes reais, a indeterminação básica da moeda em um modelo de equilíbrio geral não foi superada. Isto poderá ser demonstrado da seguinte maneira:

- a) Deve-se admitir, como faz Patinkin, a possibilidade da inflação de preços, decorrente da ação desequilibrante de variações da massa monetária.
- b) A inflação assim compreendida envolve a separação de dois fluxos de moeda, segundo estes se acompanhem ou não de poder adicional de compra.
- c) No modelo de Patinkin não é possível distinguir os dois fluxos, isto é, o equilibrado e o inflacionista.

Para analisar o primeiro ponto, consideremos inicialmente as maneiras pelas quais um certo fluxo monetário pode adquirir poder de compra. No caso da análise clássica, especialmente de Ricardo, a moeda adquire tal poder da

mesma forma que as demais mercadorias e tem seu valor definido de maneira antecipada a partir de um certo princípio, no caso específico o trabalho humano. Desta maneira, o valor da moeda é determinado ou por custo artificial ("seigneurage") ou por definição legal, antes mesmo de entrar em contato com as mercadorias. No caso de a emissão de moeda nominal ser tal, que exceda todas as necessidades de encaixe e circulação, cada unidade monetária perderá uma parte de seu valor. O exemplo a seguir ilustra este processo. Dados o valor real da produção de uma economia igual a Cr\$ 1,000; o valor da velocidade igual a 2,0; e os encaixes desejados Cr\$ 500. Nesta situação, a um fluxo monetário inferior a Cr\$ 1.000, corresponderá simultaneamente a um fluxo normal e real. A partir do ponto em que a massa total supera Cr\$ 1.000 (Cr\$ 500 para a circulação mais Cr\$ 500 para os encaixes), digamos, se a moeda da economia atinge um valor de Cr\$ 1.500, o seu valor real continua sendo Cr\$ 1.000, porém o índice de preços se eleva de 1,0 para 1,5, pois mantido o valor real dos encaixes de Cr\$ 500, teremos Cr\$ 750 em termos nominais. Dada a velocidade igual a 2,0, o valor nominal da moeda em circulação será Cr\$ 1.500, (Cr\$ 750 x 2), correspondendo a uma produção real de Cr\$ 1.000. Neste caso, a moeda passará a valer 0,5 menos do que as mercadorias.

No caso de não se estabelecer de antemão um valor para a moeda e para a mercadoria, como na teoria quantitativa, qualquer afluxo monetário provoca desvalorização do poder aquisitivo da unidade monetária. Ao contrário da análise clássica, quando se podia estabelecer o ponto a partir do qual um certo M seria desequilibrante; neste caso não há possibilidade de se estabelecer um valor correspondente ao ponto em que o afluxo se torna inflacionário.



Esta restrição não é novidade. Patinkin já o havia reconhecido em sua crítica à teoria quantitativa. Resta saber se o efeito de encaixe real pode eliminar tal indeterminação.

Em se tratando do valor nominal desejado dos encaixes, é impossível determinar-se a quantidade normal ex-ante, pois tal valor vai depender do poder de compra da moeda sobre os demais bens e, portanto, do nível de preços. Na medida em que Patinkin, como toda a análise neoclássica, não aceita a teoria do valor objetivo e, portanto, a idéia de uma determinação antecipada do valor da unidade monetária e das mercadorias, ele é obrigado a aceitar uma determinação concomitante do valor dos encaixes e dos preços de equilíbrio. Melhor dizendo, "desde que o poder de compra da moeda denota as transações efetivas no momento em que elas se desenvolvem (e que estas transações estabelecem o nível geral de preços), (tal poder) diz respeito ao fluxo de moedas." (Schmitt, p. 69). Estabelecido um preço de mercado, o agente pode transportar este preço para os seus encaixes e avaliá-los, isto é, determinar seu valor real.

Suponhamos, dado tal mecanismo, que as espécies monetárias aumentem, chegando às mãos dos agentes econômicos com poder inalterado. Haveria uma tendência para elevação dos gastos e dos preços e uma redução do poder de compra dos encaixes, o que teria efeito semelhante ao do processo de ajustamento, já mencionado anteriormente, quando se supõe uma redução dos preços monetários, mantidos constantes o valor nominal dos encaixes monetários. Assim, aumentando a massa monetária, haveria um excesso de demanda de mercadorias, estabelecendo-se novos preços de mercado e, por consequência, um novo ajustamento no valor dos encaixes desejados.

Deste raciocínio, pode-se concluir o seguinte: do ponto de vista da quantidade de moeda, qualquer uma é adequada, pois um mesmo valor real de encaixe pode ter diferentes expressões monetárias, dependendo das diferentes quantidades de moeda. Assim, até agora, a introdução dos encaixes reais não levou à eliminação da indeterminação.

Retornemos a um texto de Patinkin, anteriormente mencionado, para mostrar que, em termos de determinação da massa monetária, este autor não foi mais longe do que a teoria quantitativa convencional. Criticando tal teoria, Patinkin afirma:

"Suponhamos a existência da homogeneidade e que a posição de equilíbrio inicial seja alterada de tal maneira a causar uma mudança proporcional em todos os preços. Desde que isto não altera os preços relativos, 'o postulado da homogeneidade implica' que nenhuma das funções no setor real seja, portanto, afetada ... Pela Lei de Walras, o mesmo acontecerá com o mercado monetário. Então, a mudança proporcional dos preços monetários a partir de qualquer nível de equilíbrio não cria nenhuma força de mercado que possa fazer com que os preços monetários voltem ao seu nível inicial. Assim, se qualquer conjunto de preços monetários é um conjunto de preços de equilíbrio, qualquer múltiplo deste conjunto também o será. O nível de preços absoluto é indeterminado." (Patinkin, 1965, p. 176).

Ora, pode-se inferir deste texto, comparando-o com a análise dos encaixes reais, que a contribuição de Patinkin não é a de mostrar que a massa monetária

ria de equilíbrio pode ser determinada, mas, sim, de identificar os mecanismos que explicam porque, dada uma alteração equiproporcional em todos os preços - ou mantidos estes e elevando-se a oferta monetária -, o equilíbrio não se altera, ou, simplesmente, qual o mecanismo de estabilidade do equilíbrio e não de determinação do equilíbrio. Patinkin nada mais faz do que explicitar os ajustamentos da economia para manter um certo nível de equilíbrio, os quais não apareceriam em estática comparativa. Em estática comparativa (análise quantitativa), o primeiro momento seria igual ao segundo, dadas as suposições acima, e parece que nada teria acontecido no sistema econômico. Na análise de Patinkin, que ele define como dinâmica, há uma explicitação das forças que mantêm um certo equilíbrio, dadas as variações mencionadas, relativas aos preços ou à oferta monetária. Daí sua observação: "não entendo por dinâmica o conjunto de forças que levam a economia para seu novo equilíbrio, após um aumento inicial da massa monetária..., mas, sim, a análise que tem a ver com as forças estabilizadoras que mantêm a economia em um equilíbrio já atingido..." (Patinkin 1965, p. 168).

Sigamos agora, passo a passo, a crítica de B. Schmitt, para tornar mais claras as conseqüências do ponto acima discutido. Patinkin distingue três aspectos em que a moeda pode ser considerada:

- a) Moeda de Conta: definida por um ato arbitrário, por um "deus ex machina": por exemplo, mil cruzeiros antigos passam a valer um cruzeiro novo. É portanto economicamente indeterminada.
- b) A massa monetária efetiva: O conjunto de dinheiro realmente à disposição dos sujeitos econômicos. Se fizermos variar equiproporcionalmente todos os preços, em conseqüência de uma variação da massa, o poder efe

tivo desta não se alterará. Sob este aspecto a massa monetária efetiva não deverá alterar-se, isto é, é indeterminada. Este caso corresponde ao caso mencionado anteriormente, de uma alteração da moeda de conta.

c) Poder de compra da massa monetária: Neste caso não se está referindo à quantidade nominal de moeda, mas ao seu poder de compra; ao contrário do que acontece na situação anterior, estamos no reino dos encaixes reais. Se nesta situação fizermos variar todos os preços diante de uma massa monetária constante, estaremos impondo uma variação do poder de compra que na realidade não pode realizar-se sem uma nova alteração dos preços de equilíbrio. "O que mostra que, em face dos equilíbrios realizados, não se pode dar poderes variáveis à massa nominal ..." Estamos assim diante do seguinte dilema: se aceitamos os efeitos de encaixe real estaremos integrando a moeda ao sistema de equilíbrio geral, mas, em compensação, não poderemos identificar níveis diferentes de valores dessa massa monetária, isto é, não se pode identificar variações no valor da massa monetária efetiva. Isto somente seria possível, como ilustra o raciocínio ricardiano acima exposto, se a massa monetária já tivesse um valor determinado anteriormente aos equilíbrios realizados através dos efeitos de encaixe real. E isto não ocorre no sistema Walras - Patinkin.

Quais as conseqüências disto? São poderemos falar em inflação desequilibrante - que levasse a uma variação no valor dos encaixes reais desejados - se considerássemos as forças econômicas e não a decisão de um "deus ex machina". Dado um certo equilíbrio, se não se admite a interveniência de outras forças econômicas, mas apenas uma alteração na massa monetária, toda a inflação

corresponderia apenas a uma simples alteração da definição da moeda de conta.

Ora, como se poderia falar em uma inflação nociva no sentido que lhe dá Patinkin (\*). Para definirmos tal situação seria necessário estabelecer-se um ponto de inflexão, como Ricardo o faz: até um certo ponto um aumento da quantidade nominal de moeda é um aumento de seu valor real: além dele, o afluxo continuado implica um simples aumento das espécies monetárias. Para que esse movimento seja possível, isto é, para se identificar o ponto de origem de inflação, é necessário determinar-se a massa monetária efetiva que, como se viu, é impossível na análise de Patinkin.

A solução ricardiana, embora possa se discutir o seu critério de determinação do valor, procura superar esse tipo de problema. A moeda não pode ter seu valor determinado a partir das trocas e, portanto, de relações subjetivas. A moeda, bem como o seu poder de compra, deve estar incluída entre os bens iniciais. Assim, deve existir com seu valor determinado antes das compras. O comportamento dos indivíduos no mercado depende de seus encaixes reais, que devem ser dados antes das transações.

Um contra argumento ainda pode ser encontrado na análise do próprio Patinkin.

---

(\*) "Como ficará evidente, o efeito dos encaixes reais no mercado de bens tem um papel central na análise deste livro ... (De sua) existência parece haver evidência bastante convincente, particularmente durante a experiência das pressões inflacionárias do pós-guerra pelos ativos líquidos acumulados e pela subsequente dissipação destas pressões em um crescente nível de preços." (Patinkin, 1965, p. 21).

Este, percebendo a dificuldade acima observada, passa a supor que "cada indivíduo começa segunda-feira de manhã, de uma dada semana, com uma coleção inicial de bens que, da mesma maneira que o manã dos Filhos de Israel, desceu dos céus sobre ele durante a noite precedente. Na próxima segunda-feira, cada indivíduo tem oportunidade de trocar diferentes quantidades destes bens iniciais por diferentes quantidades de outros bens, que preferem em seu lugar " (Patinkin, 1965, p. 4), mas entre esses bens está incluído o dinheiro, com seu poder de compra. Desta maneira, as transações e os contratos são estipulados em moeda com poder de compra já conhecido. No entanto, Patinkin argumenta que este poder não precisa permanecer o mesmo após as mercadorias serem transacionadas, eles devem adaptar-se às preferências subjetivas dos diferentes agentes econômicos que se enfrentam como vendedores ou compradores e que, portanto, a partir de suas curvas de oferta e procura, determinam os preços de equilíbrio dos bens e, assim, o poder de compra de dinheiro.

Este raciocínio, no entanto, não evita um círculo vicioso e, portanto, a indeterminação do dinheiro no equilíbrio geral walrasiano. A análise começa definindo duas relações funcionais entre preços e quantidade, que são as funções de oferta e procura. Acontece que, dadas estas funções, deve-se aceitar, em um segundo momento, a definição do poder de compra do dinheiro como o inverso do nível geral de preços, para, em um terceiro momento, serem deduzidos os preços definitivos pela intersecção das duas funções. Na verdade, este raciocínio afirma que o poder de compra é anterior e final. Definido desta forma, o poder de compra é simultaneamente um dado inicial e uma incógnita, ficando clara portanto a circularidade. Podemos assim concluir que,

se não se quiser raciocinar em uma economia de troca, será necessário considerar como um dado inicial o poder monetário positivo, não sendo este um preço comum. A formação do preço e a formação do poder de compra do dinheiro são de natureza diversa. É a partir desta constatação que se deve começar uma investigação adequada sobre a natureza do dinheiro e, portanto, sobre a natureza de uma economia monetária.

### III - O DINHEIRO NA TEORIA DO DESEQUILÍBRIO E A "NEOCLASSIFICAÇÃO" DE KEYNES

O objetivo da análise desenvolvida no Capítulo II foi estudar o papel desempenhado pelo dinheiro no modelo de equilíbrio geral, tanto na versão walrasiana como na versão mais desenvolvida, de Patinkin. Verificou-se, então, o caráter supérfluo do dinheiro quando introduzido como um bem a mais no sistema. Assim, enquanto se mantiverem as condições que caracterizam o equilíbrio geral, não haverá nenhuma justificativa para a existência de demanda por moeda, apesar das tentativas feitas pelos economistas neoclássicos de justificar a detenção de ativos monetários.

Foi exatamente o reconhecimento de tal limitação que levou Robert Clower e posteriormente Axel Leijonhufvud a eliminar o pressuposto do conhecimento perfeito e a construir um modelo de análise onde as transações seriam realizadas em desequilíbrio, permitindo, a partir daí, a retenção de ativos monetários, o que, por sua vez, poderia justificar a integração da moeda dentro de um modelo econômico. Tal análise será discutida a seguir, a fim de se verificar se através de suas hipóteses e conclusões é possível definir uma economia monetária, na acepção dada por Keynes, isto é :

"Uma economia na qual o dinheiro desempenha uma função decorrente de si mesmo ('plays a part on its own') e afeta motivos e decisões e é, em resumo, um dos fatores operantes na situação, de tal maneira que o rumo dos acontecimentos não pode ser predito, quer no longo ou no curto período, sem um conhecimento do comportamento do dinheiro entre a primeira e a última situação ('between the first state and the last')" (Keynes, 1933a, pp. 408-409).



Inicialmente se tentará explicar qual o sentido da retenção de estoques monetários por parte dos agentes econômicos. Para tanto, será necessário retomar a análise de algumas características do equilíbrio walrasiano, não explicitadas suficientemente na segunda parte deste trabalho.

Como foi anteriormente observado, o método de Walras consiste na descrição de um leilão que seja uma simulação do processo real. Este deve ser um processo de "tâtonnement", ou, como observa Jaffé, um processo de "sentir cegamente" sua direção, desde que se supõe que ninguém no mundo real conhece antecipadamente os parâmetros ou as soluções das equações."

(Leijonhufvud, 1968, p. 71). O processo real de troca é descrito, assim, como uma procura iterativa pela solução de um sistema de equações que é apresentado através do conjunto das ofertas e procuras dos  $n$  bens existentes. Tal solução, no entanto, implica que os valores dos bens possuídos pelos diversos agentes econômicos não devem alterar-se na medida em que as transações sejam sucessivamente concluídas, pois se tal ocorresse com base em preços que não fossem os preços de equilíbrio, isto é, com base em falsos preços, haveria uma indeterminação decorrente dos efeitos de redistribuição da renda: quem comprasse a preços superiores aos preços de equilíbrio sofreria redução da sua renda real, enquanto os vendedores teriam sua renda aumentada e assim por diante. Tal fato, no entanto, quando se considera a oferta de bens como um estoque fixo, não altera a solução do problema, uma vez que, dado um período de tempo, os valores de preços e de equilíbrio são aproximados mediante o "tâtonnement" dos diferentes agentes.

O problema, no entanto, torna-se mais complicado quando se introduz o processo produtivo, pois, neste caso, os falsos preços poderiam levar à produção de falsas quantidades, o que, diferentemente da simples troca, é um processo irreversível. "Neste ponto, portanto," observa Leijonhufvud, "Walras achou necessário recorrer ao processo de 'tâtonnement' por meio de 'tickets'. A descrição deste processo iterativo de ensaio e erro não pode pretender simular os papéis dos mercados reais: os 'tickets' devem ser considerados verdadeiros contratos apenas quando o vetor de preços de equilíbrio tiver sido determinado. Assim, o processo envolve recontrato, mas de forma diferente do processo de Edgworth. Os agentes walrasianos não barganham (como os de Edgworth), mas se os supõe agindo como meros tomadores de preços." (Leijonhufvud, 1968, p. 72).

Com isto podemos observar que o problema na produção, enquanto processo que envolve tempo, deixa de existir; é como se a produção já fosse dada no momento em que os preços de equilíbrio fossem determinados ou, como observa o próprio Walras, "Existe ainda uma segunda complicação: a produção segue um lapso de tempo. Resolveremos a segunda dificuldade pura e simplesmente ignorando o elemento tempo neste ponto." Esta idéia complementa a afirmação, feita na segunda parte deste trabalho, de que no equilíbrio geral as atividades das empresas restringem-se à mediação. Nem a aquisição dos "inputs" nem a remuneração dos fatores primários têm sua fonte definitiva em um ato das empresas.

A limitação analítica que esta hipótese encerra pode ser avaliada se lembrarmos que todo o Capítulo V da Teoria Geral tem como única preocupação mostrar

que a produção corrente não pode ser baseada no conhecimento perfeito, mas, sim, em expectativas:

"Os resultados realmente realizados da produção e da venda dos produtos apenas serão relevantes para o emprego na medida em que derem lugar a uma modificação das expectativas ... Enquanto isto, o empresário tem que formar as melhores expectativas possíveis ... ele não tem outra escolha a não ser guiar-se por essas expectativas, se ele deve produzir por processos que ocupam tempo." (Keynes, 1936, pp. 46-47).

O modelo estático desenvolvido por Walras pressupõe, portanto, além do fato de ser atomístico, conhecimento perfeito por parte dos participantes do sistema econômico, para os quais, como já observado, os preços têm um caráter simplesmente paramétrico. Tal hipótese implica também a possibilidade de um ajustamento imediato dos agentes econômicos a qualquer variação de preços ocasionada por alguma alteração das condições econômicas, pois, na ausência de conhecimento perfeito por parte dos agentes ou de qualquer mecanismo não-relacionado com o próprio processo de troca, que forneça as informações necessárias sem custos, a suposição da velocidade infinita de alteração dos preços desaparece.

Pode-se inferir dessa análise que a hipótese de um ajustamento infinitamente rápido dos preços - o que possui o mesmo significado que a afirmação de que os preços de equilíbrio são paramétricos - implica a hipótese de que o custo de obtenção de informação por parte dos diferentes agentes econômicos é nulo; no entanto, uma análise adequada do processo econômico, especialmente de uma economia de produção, deveria incluir os custos

para obtenção de informações, principalmente se lembrarmos o simples fato de que não há "leiloeiro".

Tais custos podem ser explicitados através da análise do comportamento dos agentes em uma situação de desequilíbrio. Considere-se, por exemplo, um trabalhador que tem a expectativa de receber um certo salário, que constitui seu "preço de reserva". O fato de não encontrar uma proposta que atinja tal preço o levará a procurar novas propostas, cujos valores se encaminham para o salário desejado. Porém, as melhorias obtidas tornam-se cada vez menores, dado o tempo destinado à procura e o custo de obtenção de novas informações, o que decorre não só do custo de oportunidade do tempo utilizado, mas também das efetivas despesas realizadas (compra de jornais, locomoção, etc.). Em um determinado momento, embora o salário oferecido possa não ser o máximo - caso o trabalhador tenha todas as informações possíveis -, será preferível aceitá-lo a continuar realizando novos gastos na busca de informações. Assim, a variável que o trabalhador maximizará é o valor presente do salário, deduzidos os custos de procura ou de busca. O conceito de liquidez, de acordo com Alchian, pode ser definido, dentro desse contexto, como sendo a relação entre o mais alto valor monetário a ser obtido pela venda de um ativo e o tempo gasto para negociar tal ativo. Assim, um ativo cujo maior valor de mercado possa realizar-se sem nenhum custo de procura ou de busca, isto é, imediatamente, constitui um ativo perfeitamente líquido. Neste sentido, o dinheiro pode ser considerado como um ativo perfeitamente líquido.

Tendo ficado claro que no equilíbrio geral competitivo todos os bens são

perfeitamente líquidos, com demandas perfeitamente elásticas, logo o valor pleno de qualquer bem pode ser realizado imediatamente, sem nenhum custo de procura ou de busca. Ora, nesta situação, por que alguém deveria realizar uma demanda específica por dinheiro, uma vez que seu status é semelhante aos dos demais bens? Em outras palavras, o dinheiro é, no máximo, apenas um outro bem. Tal constatação é bastante interessante como crítica ao estado presente da teoria monetária: "o estado presente da teoria monetária pura é curioso. O instrumento analítico preferido de muitos, senão dos seus mais distintos teóricos, é o modelo de equilíbrio geral. Mas o dinheiro não pode ser 'importante' em teorias que devotam atenção apenas para situações de equilíbrio." (Leijonhufvud, 1968, pp. 79-80).

2

Assim, a contradição entre a teoria do equilíbrio geral e a existência do dinheiro fica bastante clara. Se os agentes econômicos deparam-se com demandas de bens perfeitamente elásticos, qualquer que seja o bem considerado, eles podem vender qualquer quantidade desejada aos preços de mercado, o que significa que todos os bens são perfeitamente líquidos, como já foi ressaltado.

Tal característica remete a uma simples economia de trocas, isto é, "uma economia na qual todos os bens são bens monetários." (Clower, 1967, p. 206). Não existe, pois, nenhuma razão para se conferir a um bem o caráter particular de dinheiro, pois todos os bens podem prestar-se a este uso.

Apesar destas conclusões, tentou-se justificar a existência de uma demanda

monetária nas condições que caracterizam o equilíbrio geral. Retomando a análise de Patinkin (Patinkin, 1965), verifica-se, por exemplo, que ele justifica a existência de tal demanda, supondo um processo estocástico de pagamentos, o qual pode ser descrito da seguinte maneira: cada agente econômico recebe na segunda-feira de manhã uma certa quantidade de bens, os quais ele vai procurar ajustar, através da troca, para maximizar sua utilidade. Recebe também uma certa quantidade de dinheiro, que é determinada com base em sua experiência de períodos anteriores, especificamente da semana anterior. As trocas de bens entre os diferentes agentes se realizam no período de mercado - segunda-feira após o meio-dia -, mas os pagamentos em dinheiro, correspondentes às diversas transações, não ocorrerão senão a partir do fim do período de mercado - tarde de segunda-feira até o fim da semana. A ordem desses pagamentos é determinada por uma loteria no fim do período de mercado, de tal maneira que existe incerteza a respeito do tempo do vencimento dos contratos. Segundo Patinkin, é possível que o indivíduo seja chamado para realizar pagamentos e recebimentos simultâneos, o que permitiria uma compensação imediata de seus débito e crédito. Esta sincronização, no entanto, embora possível, é improvável, de maneira que o indivíduo procura preservar-se da necessidade de realizar um pagamento e não ter possibilidade de fazê-lo, mediante a manutenção de uma reserva monetária desde o começo do período de mercado.

Desta maneira, ele procurará maximizar a seguinte função de utilidade:

$$U^J = (x_1, x_2 \dots x_n, \frac{M}{P}) \quad (1)$$

sujeita a restrição

$$\sum_{i=1}^n p_i (d_i^J - s_i^J) + M^J - M'^J = 0 \quad (2) *$$

onde  $s_i^J$  e  $d_i^J$  representam as quantidades iniciais e as quantidades desejadas de bens pelo indivíduo J; e  $M^J$  e  $M'^J$ , as quantidades desejadas e as quantidades iniciais de dinheiro também desejadas por J; P representa a média de preço.

A primeira observação a ser feita é de que a equação 2 não constitui uma definição apropriada das alternativas de escolha em uma economia monetária. De acordo com essa restrição, como já foi observado, "qualquer mercadoria, seja um bem ou dinheiro, pode ser oferecida diretamente em troca de qualquer outra mercadoria. Mas uma economia que admite claramente esta possibilidade constitui uma economia de trocas e não monetária. O fato de o 'fiat money' estar incluído no conjunto das mercadorias negociáveis é altamente irrelevante: o papel do dinheiro na atividade econômica é analiticamente indistinto de qualquer outro bem." (Clower, 1967, pp. 204-205).

Além disso, a hipótese do pagamento estocástico constitui uma hipótese ad hoc,

---

(\*)  $\sum_{i=1}^n p_i (d_i^J - s_i^J)$  pode ser obtida na manipulação da equação (8) do

Capítulo I,  $E_i (p_1 \dots p_n) = \frac{a_i}{p_i} (p_1 x_1 + \dots p_n x_n) - \bar{x}_i$ , sendo

$E_i (p_1 \dots p_n) = 0$

em uma situação de equilíbrio competitivo (Lei de Walras).

que não pode ser enquadrada na lógica do modelo. Se as transações são feitas a preços de equilíbrio, por que não admitir também um mercado de títulos de crédito, que seriam resgatados até o fim da semana? "Mas, mesmo que isto não seja admitido, não fica claro porque, quando eu vou realizar uma compra, estando sem dinheiro (tendo calculado mal o "timing" de minhas receitas), eu não poderia me dispor a pagar um pouco mais tarde, depois de ter recebido um pouco mais de juros. No mundo de Patinkin, tal oferta seria sempre aceitável e se o crédito comercial não causa nenhum embaraço no mundo em que vivemos, por que deveria causar no mundo abstrato dos livros de textos. Tudo isto sugere que, embora Patinkin tenha prestado serviços relevantes, não conseguiu construir um modelo que possa servir como fundamentação adequada para a teoria monetária." (Hahn, 1965, p. 131) (\*).

Faz-se necessário, assim, reformular a teoria convencional para que seja possível expressar as restrições relevantes para o comportamento individual em uma economia monetária. Inicialmente, é necessário se estabelecer uma clara distinção entre o dinheiro e as mercadorias, atribuindo-se ao dinheiro um papel especial como meio de pagamento. Assim, se o dinheiro deve ser caracterizado pelas funções que desempenha, é para a função de meio de troca que devemos dirigir nossa atenção. Daí ser necessário expressar analítica

---

(\*) As tentativas de justificação da existência da moeda no quadro de equilíbrio geral, baseadas na existência de custos transacionais, ("brokerage fees") tal como desenvolvidas por J. Tobin (Tobin, 1958) e W. Baumol (Baumol, 1952), também estão sujeitas às mesmas críticas que a teoria de Patinkin.



mente esta função. Clower propõe-se a resolver esta dificuldade associando a um conjunto de mercadorias  $C = (c_1 \dots c_n)$  uma relação de troca  $E$ , definida como o subconjunto dos produtos cartesianos  $C \times C$ , do conjunto de mercadorias  $C$ , isto é, o conjunto de pares ordenados  $(C_i, C_j)$ . Diz-se então que uma troca envolvendo duas mercadorias -  $C_i$  e  $C_j$  - é realizável se e somente se o par  $(C_i, C_j)$  é um dos elementos da relação de troca, isto é, se os bens são trocados diretamente, o que se expressa por  $C_i EC_j$ .

A relação  $C_i EC_j$  é, necessariamente, não-vazia e reflexiva. Além disso, é simétrica, pois se  $C_i EC_j$ , então, pela natureza das trocas, deve ser verdadeiro que  $C_j EC_i$ . Em geral, a relação de troca não é necessariamente transitiva, isto é, sendo dados  $C_i EC_j$  e  $C_j EC_k$ , não decorre necessariamente  $C_i EC_k$ . Tal transitividade só é característica necessária de uma economia de trocas (Clower, 1967, pp. 205-206).

Pode-se agora definir o dinheiro como qualquer elemento de  $C_i$  de  $C$ , para o qual  $C_i EC_j$  é verdadeiro para todos os valores de  $j$ , do que decorre o fato, já discutido anteriormente, de que "uma economia de trocas é uma economia em que todas as mercadorias são mercadorias-dinheiro." O mesmo não sendo verdadeiro para uma economia monetária, na qual algumas mercadorias não podem ser trocadas diretamente por outras mercadorias, isto é, algumas trocas envolvem necessariamente transações monetárias. Ou, como observa Clower: "mais precisamente, nós definimos agora uma economia monetária como um sistema envolvido pelo menos uma mercadoria-dinheiro, mas uma relação de troca não transitiva." (Clower, 1967, p. 206). Deve-se observar, de passagem, que a economia

monetária mais simples deve conter pelo menos três mercadorias, como ilustrado nos quadros abaixo: lb (X indica que  $C_i \in C_j$ ; 0 que  $C_i \notin C_j$ ). Pois, se ela contém menos do que três (Quadro la), a reflexividade e a simetria da relação de troca implicam que todos os elementos de CXC estejam incluídos em E.

Quadro la  
Economia de Trocas

	$C_1$	$C_2$
$C_1$	X	X
$C_2$	X	X

Quadro lb  
Economia Monetária Pura

	$C_1$	$C_2$	$C_3$
$C_1$	X	X	X
$C_2$	X	X	0
$C_3$	X	0	X

No contexto acima definido, podemos identificar uma economia monetária pura (Quadro lb) como aquela em que as mercadorias, exceto uma, estão constituídas da função potencial ou real de ser meio de pagamentos ou, expressando a mesma idéia através de um aforismo, é uma economia em que "o dinheiro compra bens, os bens compram dinheiro, mas os bens não compram bens."

Ao contrário da restrição orçamentária expressa pela equação 2, própria de uma economia de trocas, que admite como possível a troca direta de quaisquer bens da economia, uma economia monetária deverá ser definida, segundo a análise de Clower, de maneira a satisfazer as relações do Quadro lb, em que o dinheiro deve entrar em todas as trocas. Para satisfazer tal restrição, a restrição orçamentária deve ser dividida em dois componentes, um relativo às despesas (equação 3), outro relativo às receitas individuais

(equação 4),

$$\sum_{i=1}^n p_i (d_i^j - s_i^j) + M_t^j - M_t^j = 0, \quad d_i^j \geq s_i^j \quad (3)$$

$$\sum_{i=1}^n p_i (d_i^j - s_i^j) + m_t^j = 0 \quad d_i^j < s_i^j \quad (4)$$

$$M_t^j = M_{t-1}^j + m_{t-1}^j \quad (*) \quad (5)$$

onde  $M_t^j$  é a soma das demandas de moeda com os fins de precaução ( $M_{t-1}^j$ ) e de transação ( $m_{t-1}^j$ ), do período precedente, sendo esta última preexistente às trocas.

A equação 3 implica que toda demanda líquida ( $d_i^j - s_i^j$ ) seja compensada por uma disponibilidade em moeda. Obviamente, dado o sinal da demanda excedente, ( $M_t^j - M_t^j$ ) não pode ser positivo. Assim o excesso de  $M_t^j$  sobre  $M_t^j$  é a demanda de transação do período que compensará a demanda líquida. De outro lado, a equação 4 estabelece que as ofertas de bens são feitas com o objetivo de obter apenas um outro bem, isto é, o dinheiro. Assim  $m_t^j$  deve ser considerado como demanda transacional ou como a demanda de rendimentos monetários, com o objetivo de recompor os encaixes monetários conforme estes vão sendo utilizados.

Destas restrições decorre, segundo Clower, que "o valor total dos bens deman

---

(\*) As equações acima correspondem às de Clower, porém com pequenas modificações, conforme Fitoussi, 1974, p.68.

dados não pode, em nenhuma circunstância, exceder a quantidade de dinheiro mantida pelo agente no início do período." Observa ainda o mesmo autor que "tal separação entre (as demandas)... não se encontra nos modelos de equilíbrio tradicionais, pois invariavelmente estes modelos contêm uma restrição orçamentária que permite mas não requer que as propostas de compras de bens sejam baseadas em uma disponibilidade de dar, e as propostas de vendas em uma disponibilidade de receber unidades monetárias em troca. A omissão dessas restrições na teoria monetária contemporânea é uma consequência na tural da pressuposição tácita apropriada para o mundo do 'tâtonnement' ou do recontrato, em que o dinheiro é apenas uma das muitas mercadorias que podem ser trocadas diretamente por outras mercadorias." (Clower, 1967, p. 209).

Desta maneira, dadas as restrições (3) e (4), a função de utilidade se transforma em

$$U^j = (d_1^j, \dots, d_n^j, \frac{M^j}{p}, \frac{m^j}{p})$$

sendo que as condições de existência das soluções deste problema não podem ser estabelecidas a priori, pois a classificação das demandas excedentes em (3) ou (4) depende de seus sinais. A solução do problema difere da solução convencional:

- a) Uma mudança no valor dos encaixes monetários não tem efeito renda sobre a função de oferta de mercadoria; a variável  $M_t^j$  não aparece na equação de rendimentos (equação 4).

b) De outro lado, variações na oferta de bens não alteram necessariamente a demanda por outros bens. Assim, "um trabalhador que procura emprego oferecendo uma certa quantidade de trabalho exerce uma demanda de dinheiro e não de bens, o que impede que sua demanda nocional de bens seja comunicada ao produtor: não sendo capazes de perceber tal demanda potencial por seus produtos, os produtores não estarão dispostos a absorver a oferta excedente de trabalho a um salário correspondente a um salário real que resolveria o problema walrasiano."(Leijonhufvud, 1968, p. 90).

Assim, um excesso de oferta em um mercado, (digamos o de trabalho), não significa necessariamente um excesso de demanda em outros mercados, em nosso caso, no mercado de bens.

3

Em uma economia monetária, segundo Clower, o dinheiro é diferente dos demais bens, pois apresenta-se como um meio de pagamentos, ou como um bem negociado em todos os mercados. Desta maneira, como primeiro requisito de uma teoria monetária relevante, deve-se abandonar a análise feita em um só mercado (uma abstração ilegítima, na medida em que altera a própria natureza do objeto estudado) e passar-se ao sistema de vários mercados inter-relacionados. Isto torna-se necessário ainda por outra razão: De acordo com a análise de comportamento individual de Alchian, com referência a um só mercado, e com a introdução de custos de informação, uma perturbação do equilíbrio causará desemprego transitório também em outros mercados, conclusão que é aplicável tanto para um sistema de trocas como para uma economia monetária. Mas tal tipo de desemprego fric

cional foi excluído por Keynes de sua definição de desemprego voluntário. Assim, "a análise de Alchian é perfeitamente aplicável para a explicação do comportamento individual em uma situação de 'desemprego involuntário', e a inflexibilidade inicial de preços de reserva, implícita em sua análise, é de fato condição necessária para a emergência de tal estado." (Leijonhufvud, 1968, p. 81). Mas, esta condição, embora necessária, não é suficiente para explicar o desemprego involuntário de Keynes, pois este é o resultado de um processo cumulativo motivado por um aumento inicial no desemprego. Acontece que os mecanismos de amplificação dos desvios iniciais envolvidos não podem ser explicados em termos de um mercado de trabalho tomado isoladamente, requerendo que todo o conjunto dos mercados monetizados seja considerado.

Quais as conseqüências desta restrição? Em uma economia monetária é necessário distinguir-se entre o desejo (que pode basear-se em possibilidades de transformação de uma mercadoria em dinheiro) e a demanda real, em que os desejos estão limitados pela capacidade de pagamento a dinheiro.

"Assim, se se supõe que as receitas correntes impõem qualquer espécie de restrição aos planos de consumo corrente, o consumo planejado, tal como expresso nas decisões efetivas de compra ('effective market offers to buy'), será necessariamente menor do que o consumo efetivo, tal como expresso pelas funções de demanda da análise ortodoxa (nacionais)." (Clower, 1965, p. 287).

Clower argumenta ainda que a Lei de Walras, embora válida com referência aos excessos nacionais de demanda, em geral é irrelevante, exceto em condições

de pleno emprego, estabelecendo claramente a distinção entre ela e a Lei de Say "A conhecida restrição orçamentária ... estabelece ... que nenhum agente planeja conscientemente comprar certas quantidades de qualquer mercadoria sem ao mesmo tempo planejar o financiamento da compra, quer a partir do recebimento de lucros, quer a partir da venda de unidades de alguma outra mercadoria." (Clower, 1965, p. 285).

Desta forma, o orçamento individual tem a propriedade de fazer com que a soma das demandas e das ofertas individuais líquidas devam somar zero, de tal maneira que o orçamento de um "price-taker" walrasiano é um caso especial de um orçamento que obedece ao princípio (mais geral) de Say.

No caso em que, como observa Leijonhufvud, o agente walrasiano não tem condições de realizar o valor nocional das mercadorias por ele oferecidas, a informação adquirida baseia-se primariamente nas vendas de fato realizadas. Assim, "as forças, tendendo a fazer uma contração inicial cumulativa, podem ser agora esboçadas. Os agentes, com recursos desempregados (receitas correntes reduzidas pelo choque inicial), reduzirão naturalmente seus gastos em outros mercados. As demandas efetivas serão então reduzidas nos mercados nos quais as perturbações iniciais não tiveram nenhum impacto. Recursos desempregados também surgirão e a procura instituída pelos trabalhadores desempregados e pelos produtores com excesso de capacidade gerará informações através das demandas efetivas, e não através das demandas nocionais. As repercussões de multiplicação ('multiplier repercussions'), então desencadeadas, tornarão as informações adquiridas 'datadas' mesmo enquanto estiverem

sendo reunidas." (Leijonhufvud, 1968, p. 85) .

O processo discutido do Quadro 1c ilustra o modo pelo qual um sistema po de convergir para o equilíbrio keynesiano de desemprego, de acordo com a interpretação de Leijonhufvud.

Quadro 1c

Excesso de Demanda

	Recursos de Trabalho	Mercado rias	Títulos	Dinheiro	Soma
Equilíbrio Inicial	0	0	0	0	0
Estágio 1	0	EO	ED	0	0
Estágio 2	0	EO	0	ED	0
Novo equi líbrio	EO	0	0	0	< 0

Supondo-se que o equilíbrio inicial (em que os excessos de oferta - EO e os excessos de demanda - ED são nulos) seja perturbado por uma alteração adversa nas expectativas empresariais - implicando uma redução na demanda de bens de capital e na oferta de títulos -, haverá um excesso de oferta de mercadorias (o emprego ainda não se reduziu) e um excesso de demanda de títulos (ainda não haverá alteração na poupança das famílias). Estará assim caracterizado o Estágio 1. Na hipótese de existir maior capacidade de ajustamento no mercado de títulos do que nos demais, ter-se-á uma redução da ta



xa de juros, que eliminará o excesso de demanda de títulos, o que fará com que os fundos poupados passem a ser demandados pelos especuladores que esperam uma redução do preço dos títulos ("bear speculators"), definindo-se assim o Estágio 2. Posteriormente, a redução da velocidade renda (aumento da demanda monetária especulativa) acarretará uma redução da demanda por bens, amplificada pelo multiplicador, estabelecendo-se o novo equilíbrio quando o excesso de oferta de bens e o de demanda de dinheiro atingirem valor nulo. O novo equilíbrio será caracterizado por excesso de oferta de mão-de-obra e valores nulos para os demais itens, exceto a soma que é menor do que 0.

O ponto importante ilustrado pela análise anterior é a afirmação de Clower, citada por Leijonhufvud: "Contrariamente às conclusões da teoria tradicional, o excesso de demanda não aparece em nenhum ponto da economia (independente de estar em situação de desemprego)." (Leijonhufvud, 1968, p. 88). A existência de um potencial de troca de bens pelos serviços do trabalho, que seria mutuamente agradável para os produtores como um grupo e para os trabalhadores como um grupo, é irrelevante para o movimento do sistema.

As propriedades dinâmicas de um sistema econômico dependem do que Leijonhufvud chama de estrutura de transações ("transation structure") do sistema. Assim, este autor admite que o fato de os serviços dos trabalhadores serem vendidos por dinheiro e de suas famílias obterem seus bens de consumo mediante a troca por dinheiro é um aspecto da estrutura de transações do que ele entende como o sistema de Keynes.

Desta maneira, na perspectiva da análise do desequilíbrio, a Lei de Walras é irrelevante para as propriedades de estabilidade de uma economia monetária, enquanto o princípio de Say expressa as restrições orçamentárias dos agentes econômicos não apenas em um sistema de trocas, mas também em uma economia monetária.

4

Os resultados aos quais se chegou até agora, com base nas análises de Clower e Leijonhufvud, mostram, em oposição ao equilíbrio walrasiano, a dinâmica de uma economia em que a estrutura de transação envolve o dinheiro, isto é, uma economia em que todas as transações envolvem dinheiro. Diante disso, coloca-se a seguinte questão: os ajustamentos descritos, típicos de uma economia chamada de desequilíbrio, correspondem aos "processos concretos" que caracterizam uma economia monetária, tal como definida por Keynes, isto é, uma economia "em que o rumo dos acontecimentos não pode ser predito, quer no longo ou no curto período, sem um conhecimento do comportamento do dinheiro entre a primeira e a última situação?"

Antes de tentar responder a tal indagação, será necessário explicitar o significado da expressão "processos concretos". É claro que toda análise envolve alguma forma de abstração, e que, portanto, não constitui a reprodução exata da realidade. No entanto, é possível, comparando dois modelos teóricos sobre o funcionamento de uma determinada realidade, identificar qual deles inclui mais suposições ad hoc, isto é, introduzidas como recurso para se chegar a um certo resultado.

Desta forma, é possível admitir como consensual que o modelo que menos intro<sup>u</sup>z (ou que não introduz) tais hipóteses é mais concreto. É neste senti<sup>u</sup>do que se tentará analisar e criticar os fundamentos da análise seminal de Clower e Leijonhufvud, ou seja, procurando-se, desta forma, uma aproxima<sup>u</sup>ção mais concreta de uma economia monetária.

Antes ainda de se avançar na direção proposta, é fundamental lembrar que por trás dos problemas levantados tanto pela análise do equilíbrio geral como pela do desequilíbrio encontra-se o conceito de informação. As economias monetárias, em oposição às economias de troca, são sistemas em que a informação não é perfeita, pois, como já foi considerado anteriormente, os trabalhadores, por exemplo, não comunicam diretamente sua demanda nocional de bens aos produtores, mas sim sua demanda monetária. Diante disto, o ponto chave da crítica e do teste de realismo da análise do desequilíbrio diz respeito aos mecanismos de informação que se supõe existentes para se chegar aos resultados que foram sintetizados como análogos aos da análise de Keynes, especialmente o processo de ajustamento para o equilíbrio com desemprego, através do multiplicador, como descrito por Leijonhufvud. O passo seguinte consiste em submeter a análise do desequilíbrio a tal tipo de crítica, partindo-se da análise do "Treatise on Money" e não de algumas simplificações da Teoria Geral.

Consideremos, tal como Keynes o faz no "Treatise", e como Leijonhufvud supõe na sua descrição do equilíbrio com desemprego, uma economia com dois setores produtivos - bens de capital e bens de consumo -, sendo esta espe

cificação não apenas uma simples questão de maior realismo descritivo, mas uma imposição para efeito analítico. É a partir das decisões relativas de compra de bens de capital que podem manifestar-se as incertezas empresariais a respeito do futuro da economia, as quais, portanto, constituem a chave das decisões sobre contratar mais ou menos trabalhadores.

Em cada um dos setores da economia, o conjunto das empresas é obrigado a tomar como dadas as receitas monetárias antecipadas e o excedente antecipado. Em outras palavras: os rendimentos que as empresas de cada setor decidem distribuir em um certo período são determinados pelas receitas monetárias realizadas neste mesmo período. Esta hipótese, que se encontra presente na Teoria Geral, constitui uma simplificação que, sem dúvida, deu origem a uma série de interpretações incorretas do próprio pensamento de Keynes, neste caso por sua própria responsabilidade. Keynes observa, no Capítulo V da Teoria Geral, que o "empresário tem que formar as melhores expectativas possíveis; ... (pois) ele não tem escolha a não ser guiar-se por tais expectativas, uma vez que é definitivamente obrigado a produzir por processos que envolvem tempo." Assim: "Referências expressas às expectativas correntes de longo prazo não podem ser evitadas, mas será lícito muitas vezes omitir referências expressas às expectativas de curto prazo, tendo em vista que, na prática, o processo de revisão de expectativas de curto prazo é gradual e contínuo, e levado a efeito principalmente à luz dos resultados realizados, de tal maneira que os resultados esperados e realizados tendem a convergir e a coincidir reciprocamente em suas influências." (Keynes, 1936. p. 50).

Ainda de maneira mais incisiva, Keynes observa que "na prática existe uma gran

de coincidência entre os efeitos, sobre o emprego, das receitas da venda da produção recente e aqueles (efeitos) das receitas esperadas da venda da produção corrente." (Keynes, 1936, p. 51).

Posteriormente, Keynes abandona a distinção entre receitas de vendas da produção recente e receitas de vendas esperadas, ao definir o consumo como função da renda corrente e a produção e o emprego como funções dos gastos realizados, isto é, da demanda corrente. Tal simplificação permitirá a Keynes definir um multiplicador instantâneo, dando lugar a uma série de mal-entendidos.

Para tornar mais claras as razões de tal afirmação, consideremos de maneira sistemática as hipóteses e a análise das decisões de produção apresentadas no "Treatise on Money", especialmente em seus Capítulos IX, X e XI, para, posteriormente, as compararmos com as hipóteses da Teoria Geral, especialmente com sua interpretação na análise de Leijonhufvud.

Contrariamente ao conceito de renda, usado comumente, onde os lucros são considerados como um de seus componentes, a noção de renda usada por Keynes no "Treatise" compreende: ordenados e salários, juros sobre o capital, ganhos de monopólio (uso de patentes), aluguéis e a remuneração normal do empresário. São excluídos, no entanto, os lucros (ou as perdas) que os empresários realizam, em valor superior ou inferior aos juros sobre o capital e sua remuneração normal. Em outras palavras, os lucros são considerados como ganhos não-esperados e, portanto, excluídos do conceito de renda (Keynes, 1930, pp. 124 - 125). A poupança, por sua vez, é definida como a diferença entre

a renda da comunidade e seus gastos de consumo. Em consequência de tal definição, a poupança não inclui os lucros, mesmo quando estes não são gastos com bens de consumo. De outro lado, a poupança e os lucros constituem um aumento da riqueza nacional. Os investimentos, enfim, são definidos como o aumento líquido do "stock" de capital durante um dado período.

As razões para Keynes estabelecer tais conceitos tornam-se claras com a explicação abaixo, constante do "Treatise": "O problema fundamental da teoria monetária não é meramente o de estabelecer identidades ou equações estatísticas, relacionando, por exemplo, o giro dos instrumentos monetários ao giro dos bens negociados por dinheiro. O objetivo real de tal teoria é tratar o problema dinamicamente, analisando os diferentes elementos envolvidos, de maneira a exibir o processo causal pelo qual o nível de preços é determinado e o método de transição de uma posição de equilíbrio para outra." (Keynes, 1930, p. 133).

Assim, quando "a taxa real de remuneração do empreendedor excede (ou é menor que) a taxa normal ... de tal maneira que os lucros são positivos ou negativos, os empresários ... procurarão expandir (ou reduzir) suas escalas de operação aos custos de produção existentes." (Keynes, 1930, p. 125).

Consideremos as equações básicas do "Treatise", que nos permitem avaliar criticamente a estrutura de informações admitida por Keynes na Teoria Geral e admitida também na Teoria do Desequilíbrio.

Tomemos inicialmente o valor da produção em uma data base, de tal maneira que uma unidade de bem de consumo ( $y_1$ ) tenha o mesmo custo que uma unidade de bem de capital ( $y_2$ ) (Keynes, 1930, p. 135). Podemos, assim, definir o valor da produção total na data base por

$$Y = Y_1 + Y_2$$

Identificando por  $P_1$  o preço dos bens de consumo e por  $S$  a poupança, por  $Y_1$  o valor total dos rendimentos pagos pelo setor de bens de consumo e por  $Y$  o valor total dos rendimentos pagos pelos dois setores, obteremos:

$$Y_1 = Y - S, \text{ como } Y_1 = P_1 \cdot y_1$$

$$P_1 Y_1 = \frac{Y}{Y} (y_1 + y_2) - S = \frac{Y}{Y} \cdot y_1 + \frac{Y}{Y} \cdot y_2 - S$$

definindo  $\frac{Y}{Y} \cdot y_2 = I'$  (Valor dos bens de investimento a custo de produção)

definindo ainda  $\frac{Y}{Y} = W_1$  (custo unitário de produção)

$$P_1 = W_1 + \frac{I' - S}{Y_1} \quad (1)$$

A equação 1 nos dá o valor dos preços dos bens de consumo. Apenas no caso em que  $I' = S$ , o preço e o custo unitário de produção são coincidentes.

Identificando agora por  $P_2$  o preço dos bens de capital, poderemos definir  $I$ , isto é, o valor da produção dos novos bens de capital, (distinto portanto de  $I'$ , custo de produção).

Teremos assim

$$I = P_2 y_2 \quad (2)$$

Chamando de  $\pi$  o preço médio de todos os bens produzidos na economia teremos

$$\pi = \frac{P_1 Y_1 + P_2 Y_2}{Y} = \frac{(Y - S) + I}{Y} = \frac{Y}{Y} + \frac{I - S}{Y} \quad \text{ou}$$

$$\pi = W_1 + \frac{I - S}{Y} \quad (3)$$

Estamos agora em condições de definir o valor dos lucros setoriais e da economia como um todo. Chamando de  $E_1$  o lucro do setor de bens de consumo, teremos

$$E_1 = P_1 Y_1 - \frac{Y}{Y} \cdot Y_1 = (Y - S) - (Y - I') \quad \text{ou}$$

$$E_1 = I' - S \quad (4)$$

Se  $E_1 > 0$ , necessariamente teremos  $I' > S$ , o que implica que  $P_1 Y_1 > Y - I'$ , isto é, que os detentores de renda desejam gastar em bens de consumo uma soma maior do que o custo de sua produção, o que leva a uma elevação dos preços de tais bens, gerando lucros para seus produtores. Caso  $I' < S$ , teremos o inverso.

Chamemos de  $E_2$  o lucro do setor de bens de capital e de  $E$  o lucro do sistema econômico como um todo. Teremos então:



$$E_2 = I - I' \quad (5)$$

$$E = E_1 + E_2 = I' - S + I - I'$$

$$E = I - S \quad (6)$$

Com base nas equações acima e na simplificação admitida por Keynes na Teoria Geral e pelos teóricos do desequilíbrio - de que "resultados esperados e realizados tendem a convergir reciprocamente em suas influências" e "de que na prática existe grande coincidência entre o efeito das vendas realizadas da produção recente e o efeito das vendas esperadas" -, podemos estabelecer, com a ajuda das equações abaixo, os passos através dos quais se chega a definir o consumo, como função da renda corrente e a produção e o emprego como funções da demanda.

$$Y_1^* = R_1^{**} - E_1^{**} \quad (7)$$

$$Y_2^* = R_2^* - E^{**} \quad (8)$$

sendo  $Y^*$  a renda que as firmas pretendem pagar aos fatores produtivos, tendo em vista o valor das receitas esperadas ( $R^{**}$ ) e dos lucros esperados ( $E^{**}$ ) pelos dois setores.

Como admitimos que as empresas antecipam sempre exatamente suas receitas, obtemos:

$$Y_1^* = R_1 - E_1^{**} \quad (9)$$

$$Y_2^* = R_2 - E_2^{**} \quad (10)$$

onde  $R_1$  e  $R_2$  são as receitas efetivas dos setores. Como  $R_1$  é igual a  $C$  (gastos de consumo) e  $R_2$  igual a  $I$  (gastos de investimentos), teremos

$$Y_1^* = C - E_1^{**} \quad (11)$$

$$Y_2^* = I - E_2^{**} \quad (12)$$

Dada a hipótese da Teoria Geral, de que as receitas antecipadas convergem para o valor das vendas correntes, podemos admitir que as empresas antecipem também de maneira adequada os lucros, de tal maneira que o lucro antecipado deve tender para o seu nível efetivo, isto é,

$$E^{**} = E = I - S$$

Naturalmente a antecipação de  $R_1$  e  $R_2$  e de  $E_1$  e  $E_2$  tem como implicação necessária a antecipação do valor de  $C$  e de  $I$ , do que se deduz que a restrição que fixa  $Y^*$  está dada por  $C$ ,  $I$  e  $S$ . Tudo se passa como se as empresas dos dois setores estivessem exatamente informadas de suas vendas quando distribuem  $Y_1^*$  e  $Y_2^*$ . Supondo-se, de outro lado, que não haja restrições monetárias para a realização de  $Y_1^*$  e  $Y_2^*$ , podemos estabelecer que  $Y_1^* = Y_1$  e  $Y_2^* = Y_2$ . De onde

$$Y = Y_1 + Y_2 = C - E + I$$

Assim, se todos os agentes são informados exatamente de todos os elementos determinantes das restrições de suas decisões, a renda distribuída pode ser expressa também por:

$$Y = \alpha (Y) - E + I$$

onde  $\alpha$  pode ser definido como a propensão marginal ou média a consumir.

Segundo a interpretação de Parguez (Parguez, 1975, pp. 270-271), deve-se chamar a atenção para três pontos da equação anterior, determinada a partir da hipótese de que as vendas correntes coincidam com as antecipadas:

- a) Ao contrário da teoria neoclássica, para a qual as informações disponíveis são expressas em preços, a estrutura de informações keynesiana atribui um papel especial aos fluxos monetários (receita, renda e excedente).
- b) Além disso, os agentes keynesianos não são passivos no processo de obtenção de informações, mas procuram antecipar os fluxos monetários, baseando-se nos fluxos realizados anteriormente.
- c) Decorre da interpretação acima da economia keynesiana que agentes racionais não são obrigados a referir-se ao tipo especial de informações de uma economia de trocas, (a não ser que o sistema já se encontre em uma situação de equilíbrio geral, o que eliminaria a necessidade de se discutir uma economia monetária).

De maneira mais sistemática, a natureza dinâmica da estrutura de informação keynesiana pode ser definida a partir das três proposições seguintes:

- 1) A renda distribuída em um período é determinada pelas informações obtidas diretamente pelo setor de bens de consumo e indiretamente pelo setor de bens de capital, a partir dos fluxos monetários realizados anteriormente. As decisões de consumo e poupança não são simultâneas à renda realizada. Suas condições de existência implicam que a distribuição dos rendimentos pelas empresas já tenha sido decidida e executada integralmente. Uma das razões da não-coordenação das decisões de investimento e poupança é que estas não podem ser tomadas, a não ser que as primeiras já tenham sido integralmente executadas.
  
- 2) A equação  $Y = \alpha (Y) - E + I$  é um caso particular da estrutura de informações anteriormente descrita, pois supõe que as informações disponíveis sejam os fluxos monetários realizados do período (receitas e lucros para as empresas e rendimento para os consumidores). Este é o caso particular suposto por Keynes na Teoria Geral, por Clower, Leijonhufvud e pelos modelos pós-clowerianos. Tal caso particular supõe a existência de um processo de circulação de informações a respeito das

restrições anteriores, o qual ocorreria antes da realização das transações.

- 3) Este processo de circulação de informações garante uma coordenação parcial das decisões tomadas pelos diferentes agentes econômicos:

Informados de  $C$ ,  $S$  e  $I$ , o conjunto das empresas daí deduz  $E$  e decide distribuir  $Y$ , o que permite a realização integral de consumo e de poupança, e, também, permite que apareça um excedente estritamente igual ao nível previsto. Informados de  $Y$ , os consumidores decidem  $C$  e  $S$ , o que possibilita às empresas receberem os níveis de receita antecipados.

Esta coordenação é apenas parcial, pois não permite que as decisões de oferta de trabalho possam ser coordenadas às decisões de demanda de trabalho, formuladas pelas empresas, pois as primeiras são formuladas independentemente das informações sobre as restrições de empresas e consumidores. O mesmo ocorre com as decisões de investimento e de poupança, que são formuladas pelos investidores em resposta à avaliação da riqueza e do preço dos ativos, os quais correspondem a expectativas de longo prazo, independente do conjunto de informações relacionadas com a renda, com a receita e com o excedente, ao passo que as decisões de poupanças, formuladas pelos consumidores, respondem à avaliação de riqueza líquida e dos fluxos correntes de informação, isto é, da renda distribuída.

A análise precedente, elaborada a partir das hipóteses básicas do "Treatise", permite identificar a teoria da determinação da renda através da equação  $(Y = C(Y) - E + I)$ , como um caso especial de equilíbrio, estabelecido a partir da estrutura de informação anteriormente analisada. Além disso, tal análise permitirá, ainda, explicitar as hipóteses de informação subjacentes à teoria do multiplicador keynesiano, que é um componente da interpretação neoclássica da Teoria Geral, através da função IS-IM, que combina simultaneamente ajustamentos de quantidade e preços. Possibilitará também explicitar as hipóteses referentes à análise do sistema de desequilíbrio, onde os ajustamentos são estritamente de quantidade, tal como desenvolvido por Leijonhufvud.

Consideremos inicialmente o conceito de "multiplicador" e suas implicações. De acordo com Parquez, a teoria convencional do multiplicador reporta-se às seguintes proposições:

- a) O multiplicador é a relação que define o nível de renda, tanto real como monetária, e que permite o equilíbrio entre oferta e procura no mercado de bens. Esta condição é dada pela igualdade entre poupança e investimento planejado, o que significa  $E$  igual a zero, e, portanto, constitui um caso especial da estrutura informacional dada por  $Y = C(Y) - E + I$ .
- b) O multiplicador fixa a renda efetiva em um nível capaz de assegurar o equi

líbrio simultaneamente no mercado de bens e no mercado monetário, sem o que a realização da renda de equilíbrio não é possível.

c) No processo de multiplicação não existe nenhuma restrição monetária capaz de impedir as trocas correspondentes à realização da renda de equilíbrio. Tal proposição significa que a moeda não é considerada senão em sua dimensão de estoque para satisfazer as condições de equilíbrio no mercado monetário.

A variação do estoque monetário (M) pode ser dependente da variação do investimento e da variação correspondente da demanda monetária ( $\Delta L$ ), ou pode simplesmente ser autônoma em relação ao investimento ou, ainda, pode-se dar como uma combinação dos dois encadeamentos.

No primeiro caso teremos:

0	1	2	3	4
Eq. Inicial	$\Delta I$	$\Delta Y = K \cdot \Delta I$	$\rightarrow \Delta L$	$\rightarrow \Delta L = \Delta M$
$M_0, Y_0$ e $i_0$		$(K = 1/1 - \alpha)$		Excesso de demanda monetária

No segundo caso:

Eq. Inicial	$\Delta M$	Excesso de oferta monetária	baixa de $i$	$\rightarrow \Delta I \rightarrow \Delta Y \rightarrow \Delta M = \Delta L$
-------------	------------	-----------------------------	--------------	---

Neste caso verificamos que uma redução da taxa de juros ( $i$ ) induz a uma eleva

ção de  $I$ ,  $Y$  e a um positivo valor de  $\Delta L$ .

Estes dois encadeamentos são simples variantes dos encadeamentos que caracterizam os modelos neoclássicos de equilíbrio geral. No primeiro caso, a variação da renda decorre unicamente da variação do investimento e irá exigir uma variação da oferta monetária capaz de atender à variação da demanda monetária, um mecanismo de informação, portanto, capaz de estabelecer uma igualdade entre as duas variáveis. No segundo caso, encontra-se em jogo também a lei de oferta e de procura, pois a um excesso de oferta monetária corresponde um excesso de demanda de títulos, que, dada uma oferta de títulos, elevará o preço destes, conduzindo, assim, a uma redução da taxa de juros. No primeiro encadeamento, o acréscimo da renda é realizado antes do aumento do estoque de moeda, sendo, pois, estritamente independente deste. No segundo encadeamento, a criação de moeda é encarada como um aumento da oferta imposta a todos os agentes do sistema, o que deve ter como contrapartida um excesso de demanda de títulos, que, por sua vez, provocará não apenas uma redução da taxa de juros, mas também uma elevação do investimento e da renda. Como no primeiro caso, dado que o aumento da renda é determinado simplesmente pela elevação do investimento, não existe ligação entre o aumento do estoque de moeda e o aumento da renda, a moeda continua com sua função de intermediário neutro no processo de trocas e, portanto, como apenas uma mercadoria a mais.

Ora, a aceitação do multiplicador keynesiano convencional implica a aceitação das proposições  $a, b$  e  $c$ , devendo-se reconhecer que Keynes, na Teoria Geral, não é explícito a este respeito. De qualquer forma, os desenvolvimentos posteriores das idéias de Keynes sobre o multiplicador procuraram expli



citar tais pressupostos através do modelo IS-LM e, portanto, identificar a renda determinada pela demanda efetiva de Keynes com a renda dada pelo multiplicador, sujeita às três proposições mencionadas, mediante um modelo de determinação simultânea do equilíbrio no mercado de bens e no mercado monetário. Assim, o modelo IS-LM de Hicks (Hicks, 1937) não é senão um caso particular do "tâtonnement", no qual as variáveis são a renda e a taxa de juros. Este "tâtonnement" pseudo-walrasiano (\*) garante o equilíbrio graças ao axioma implicitamente admitido de informação perfeita e à restrição colocada sobre as transações efetivas, que não podem ocorrer senão em equilíbrio.

Nesta linha, Hicks faz uma autocrítica de sua elaboração:

"Por supor-se que o mercado está em equilíbrio durante o curto prazo, (negligenciando-se tudo a respeito da maneira pela qual tal equilíbrio é atingido), é possível aplicar-lhe uma análise que, formalmente, é inteiramente similar à análise estática neoclássica. Foi este modelo formal de Keynes que eu próprio resumi na curva IS-LM; na verdade, há muito mais na Teoria Geral de Keynes do que este modelo formal e ainda muito mais em alguns de seus outros trabalhos, o que poderia ser usado adequadamente para esclarecer sua obra. No entanto, estou convencido de que autores poste

---

(\*) Pode-se dizer que o "tâtonnement" é pseudo-walrasiano porque, embora haja informação perfeita entre os três mercados - de bens, monetário e de títulos - (sendo o equilíbrio deste pressuposto pelo equilíbrio simultâneo dos dois primeiros - Lei de Walras), não existe informação perfeita do mercado de trabalho, de maneira que os valores neste estabelecidos não têm caráter nocional.

riores (e quantos!), que buscaram seu Keynes no gráfico IS-LM, realmente adotaram apenas um elemento daquilo que Keynes disse ... ; trata-se novamente de uma recaída na estática." (Hicks, 1977, p. 8).

7

Resta agora tornar mais claro porque o ajustamento não-walrasiano, do tipo suposto por Leijonhufvud, é insuficiente para a compreensão do que seja uma economia monetária. Para tanto, detalhar-se-á ainda mais o tipo específico de equilíbrio por quantidades, que advém das hipóteses de Leijonhufvud e da simplificação do próprio Keynes, através do conceito do multiplicador e de "demanda efetiva", dele decorrente. Ou, de maneira mais explícita, procurar-se-á estabelecer se o sistema de informações através de ajustamentos não-walrasianos, mediante quantidades, com  $E$  igual a zero, pode ser identificado com uma economia monetária. O equilíbrio através do multiplicador convencional requer uma igualdade entre  $S$  e  $I$ , de tal maneira que  $E = 0$ . Neste caso, a equação de determinação da renda dada por  $Y = \alpha Y - E + I$  passa simplesmente a  $Y = \alpha Y + I$  ou  $Y = \frac{I}{1-\alpha}$

A equação  $Y = I \cdot \frac{1}{1-\alpha}$ , que expressa a determinação da renda a partir do multiplicador convencional, nada mais é do que um elemento de um conjunto de relações, do tipo RK, que traduz as restrições próprias a um sistema não-walrasiano. Sob sua forma mais geral, RK restringe o conjunto de empresas a referir-se às suas receitas antecipadas para estabelecer a renda monetária

que podem distribuir. Assim, dada  $R^{**}$  (receita antecipada)

$$RK = \frac{Y}{R^{**}} \leq 1 \quad \text{se} \quad E \geq 0$$

Considerando-se a hipótese de Keynes e Leijonhufvud, segundo a qual a receita efetiva é igual à antecipada, teremos

$$RK = \frac{Y}{R} \leq 1 \quad \text{se} \quad E \geq 0$$

Admitindo-se a hipótese de que as empresas antecipam corretamente o lucro macroeconômico, podemos expressar a relação  $RK$  mediante a introdução dos valores de  $C$  e  $I$

$$RK = \frac{Y}{C + I} \leq 1, \quad \text{se} \quad E \geq 0$$

E no caso especial em que  $I = S$ , isto é, em que ocorre coordenação entre as decisões de poupança e investimento, teremos

$$RK = \frac{Y}{C + I} = 1,0$$

de onde é possível deduzir-se também

$$K = \frac{Y}{I} = \frac{1}{1 - \alpha} > 1,0$$

Este desenvolvimento permite localizar o multiplicador  $K$  dentro da obra de Keynes, como uma simplificação do conceito mais amplo e complexo da demanda efetiva. Tal conceito, no entanto, gera confusão, pois, tomado ao pé da letra, parece implicar um processo "de multiplicação efetiva", que associaria automaticamente a todo gasto de inversão uma certa receita global que será um múltiplo fixado por  $K > 1,0$ . Ora, este processo de multiplicação não existe. Ele não constitui senão pura ilusão algébrica. Segundo tal concepção de demanda efetiva, esta relação significa que se e somente se o grupo estiver efetivamente limitado pela relação  $RK = 1,0$  poder-se-á definir uma relação  $K$  entre a receita monetária e a inversão planejada.

Desta maneira,  $RK = 1,0$  e  $K$  constituem um caso particular de uma economia monetária na acepção cloweriana, o que pode ser definido como equilíbrio de circuito, isto é, uma situação definida em que os consumidores não acumulam moeda e nem as empresas "stocks", involuntariamente. Tal situação depende de uma igualdade entre investimento e poupança, que decorre de um certo nível de coordenação através de um agente externo ao sistema, a qual não pode ser senão parcial, pois não garante a realização dos planos de oferta de trabalho, podendo assim coexistir com desemprego involuntário. Tal coordenação parcial, sendo um caso especial de uma situação mais genérica, estabelecida por  $RK$ , não pode, portanto, pelas razões acima, ser tratada como uma situação de equilíbrio em relação ao estado de equilíbrio geral walrasiano, tal como pretende a maior parte dos modelos pós-clowerianos, mas, sim, como uma extensão do modelo walrasiano, com uma autoridade central.

Este processo não oferece nenhum mecanismo endógeno capaz de garantir que as quantidades produzidas sejam exatamente aquelas que garantem um novo nível de renda que possibilite excessos de oferta de mercadoria e de demanda iguais a 0, a menos que se estabeleça aprioristicamente a hipótese de que  $RK = 1,0$ , o que é o mesmo que pressupor a introdução de um agente ad hoc, o qual terá por função fixar um vetor do fluxo monetário, comunicá-lo aos agentes, registrar suas respostas e fixar nesta base um novo vetor de fluxo. O "tâtonnement" continuaria até que a "autoridade central do mercado" constataste que a resposta dos agentes fez aparecer a coordenação compatível com o equilíbrio de circuito, isto é, com  $RK = 1$ . Somente então as transações teriam lugar e os fluxos monetários seriam realizados. A interpretação acima reintroduz o "comissário", fazendo com que ele fixe não mais os preços, mas as quantidades.

A mesma observação foi feita por R. E. Weintraub:

"O reconhecimento de que um vetor pode reconciliar as decisões não responde à questão: que processo força vetores arbitrários a convergirem para o equilíbrio? Em seu trabalho inicial, Leijonhufvud havia respondido com a afirmação de que Keynes inverteu os processos walrasianos e marshallianos de ajustamento de preços e quantidades. Ele argumentava que Keynes supõe rápidos ajustamentos de quantidades e lentos ajustamentos de preços. Se examinarmos, no entanto, um mecanismo de mercado, podemos definir um processo walrasiano por:

$$p = E(p) \quad (1)$$

onde  $E(p)$  é o excesso de demanda em termos de quantidades.

Um processo marshalliano seria definido por:  $q = E^{-1}(q)$  (2)

onde  $E^{-1}(q)$  é o excesso de demanda, dado em termos de preços. Este par de processos de ajustamento tem diferentes propriedades de estabilidade e foi por esta razão que Leijonhufvud foi levado, em seu livro, a sugerir que Keynes simplesmente substituiu (1) por (2). Infelizmente os dois processos são analiticamente similares e não se pode fazer muito de suas diferenças na situação usual de curvas de demanda e oferta, respectivamente ascendente e descendente." (Weintraub, 1979, pp. 81 - 82).

Tal limitação levou Leijonhufvud a reconsiderar a análise acima discutida, passando a considerar o multiplicador não mais como o mecanismo básico de ajustamento, dado numa estrutura informacional onde as decisões das empresas no período  $t$  seriam consequência das informações fornecidas pelos fluxos monetários do período  $t - 1$ , porém como um caso especial de um sistema walrasiano do qual se excluiu o agente central de informações e se introduziu a restrição de pagamentos em dinheiro. Este sistema admite um estado de coordenação perfeita, embora este não seja necessário.

Assim, a nova formulação admite como pressuposto básico que os parâmetros de uma economia monetizada podem alterar-se conforme ocorram alterações nas variáveis preços e quantidades, de tal maneira que estas se afastem mais ou menos de uma trajetória nocional ou walrasiana. "Dentro de certos limites dessa trajetória (identificada como 'corredor'), os mecanismos homeostáticos do sistema funcionam adequadamente e as tendências compensatórias tendem a comportar-se de maneira efetiva. Fora desses limites, estas tendências tornam-se mais fracas, na mesma medida em que o sistema torna-se crescentemente sensível às falhas de demanda efetiva. Se o sistema é suficien

temente deslocado, as forças que deveriam trazê-lo de volta são tão fracas e lentas que - para propósitos práticos - o modelo keynesiano de equilíbrio com desemprego é uma representação realista da situação, como explicitado pelo modelo estático. Dentro do 'corredor', as repercussões do multiplicador são fracas e dominadas por mecanismos neoclássicos de ajustamento; fora do 'corredor', elas deveriam ser suficientemente fortes para serem endogenamente amplificadas." (Leijonhufvud, 1981, p. 110).

Assim sendo, pode-se inferir que, se o vetor de preços, com base nos quais as transações são realizadas, diferir do nocional ou de equilíbrio walrasiano, em alguns mercados ocorrerá excesso de oferta e alguns agentes necessariamente deixarão de realizar as vendas desejadas aos preços vigentes. Isto significa que a demanda desses agentes é racionada pelas suas receitas efetivas, passando seu consumo a ser função de seu rendimento, o que implica que os efeitos do multiplicador serão obviamente observados. Esta restrição de renda, no entanto, observa Leijonhufvud, exagera a instabilidade potencial das economias reais, onde as decisões são tomadas com base não apenas nos fluxos efetivos, mas também com base nos estoques de bens e nos estoques de ativos financeiros ("stock-flow economics"). Daí, a observação de que "Em um sistema desse tipo ('stock-flow system'), os estoques funcionam como 'amortecedores' entre as entradas e as saídas de bens e serviços e entre os fluxos de rendimentos e os fluxos de gastos. Os estoques de ativos líquidos - de ativos monetários, em particular - permitem que os gastos sejam mantidos quando as receitas caem. De fato, tais estoques são mantidos exatamente em razão de tais contingências. As economias modernas mantêm, em tempos normais, um enorme e elaborado sistema de estoques amortecedores físicos e financeiros." (Leijonhufvud, 1981, p. 117).

Em situações especiais, no entanto, será possível observar efeitos ampli  
ficados do mecanismo de ajustamento por quantidade, através do multipl  
icador, que ocorreriam quando os agentes econômicos fossem submetidos a uma  
redução de renda, de grandeza e duração maiores do que puderam antecipar,  
ao planejar o valor de seus ativos líquidos. Isto significa, necessariamente  
te, uma queda na renda de tal magnitude e duração, que eles devem revisar  
à baixa as estimativas subjetivas de sua renda permanente. Eles não pod  
eriam considerar de maneira consistente tal alteração a) como inteiramente  
transitória; b) sem ter-se assegurado de um estoque de garantia de ativos  
líquidos e de créditos e seguros de desemprego maiores do que o exemplo  
supõe.

"Fora do 'corredor', portanto, as falhas da demanda efetiva dominam o dina  
mismo do sistema devido a dois fatores: (i) exaustão dos amortecedores lí  
quidos, reforçada (ii) pelas revisões disfuncionais das expectativas de ren  
da permanente." (Leijonhufvud, 1981, p.123).

Na verdade, a teoria do "corredor", tal como formulada por Leijonhufvud, inici  
almente estabelece uma confusão entre um processo dinâmico e um simples ex  
perimento intelectual. O afastamento do equilíbrio, como esse autor ressal  
tou, deve ser julgado a partir de um sistema nocional; ora, isto implica  
que tal sistema deve ter sido uma realidade antes do "false trading", isto é,  
que a economia deveria ter estado em uma situação de coordenação perfeita.  
Se isto ocorreu, fica a questão de como explicar o afastamento desta situaç  
ão, o que, na realidade, se apresentaria como uma "contradição em termos".  
A existência de uma situação de coordenação perfeita, por definição, não pode



dar lugar a uma situação de "false trading".

Além disso, nesta situação, um papel paradoxal é atribuído à moeda. É a existência da moeda enquanto "meio de troca", na medida em que impede a comunicação direta das funções nocionais dos agentes, que justifica a restrição do tipo cloweriano, isto é, a possibilidade de que a trajetória do sistema não seja nocional; de outro lado, é a própria moeda que possibilita aos agentes econômicos defenderem-se do racionamento mediante sua acumulação, o que elimina a restrição cloweriana, permitindo àqueles decidirem como se estivessem em um sistema econômico sem racionamento. Assim, não é difícil perceber o caráter não só limitado, mas contraditório da formulação acima: a moeda é introduzida em um primeiro momento, para ser negada em um segundo, quando passa a neutralizar os efeitos de seu impacto inicial. Permanecemos, portanto, em uma economia dita monetária, que funcionaria como se fosse uma economia não-monetária. Deste modo, pode-se concluir que não se avançou muito em relação ao quantitativismo clássico ou reformulado, em termos de explicação da natureza de uma economia monetária.

#### IV - O CAPITALISMO COMO CONCRETIZAÇÃO DE UMA ECONOMIA MONETÁRIA:

##### A ANÁLISE DE KEYNES

Neste trabalho, o conceito de *economia monetária* adquire um significado especial, que fica claro na observação de Keynes: "É uma economia na qual o dinheiro desempenha uma função decorrente de si próprio ('plays a part on its own') e afeta motivos e decisões e é, em resumo, um dos fatores estratégicos, de tal maneira que o rumo dos acontecimentos não pode ser predito, quer no longo ou curto período, sem um conhecimento do comportamento do dinheiro entre a primeira e a última situação. É isto que devemos ter em mente quando falamos de uma *economia monetária*." (Keynes, 1933 a, pp. 408 - 409).

Conforme se procurou demonstrar no Capítulo II, a teoria quantitativa não consegue integrar o dinheiro em suas análises e, portanto, identificar uma economia monetária. Segundo aquela concepção, existe uma economia real que determina um sistema de preços relativos de equilíbrio, totalmente independente da moeda. Justaposto a esta economia real, mas exterior a ela, define-se um sistema monetário, submetido ao poder discricionário do Estado, que fixa a quantidade de moeda. A equação das trocas determina o nível geral de preços e o valor da moeda é identificado como o inverso do nível geral de preços. Tal concepção, puramente quantitativa, contrapartida da teoria subjetiva do valor, não foi modificada pelos teóricos modernos, especialmente por Patinkin, que tentaram justificá-la através dos chamados efeitos de "encaixes reais", de tal maneira que se continuou a tratar com uma economia não-monetária.

O reconhecimento da indeterminação teórica da moeda dentro de tais teorias levou alguns economistas, especialmente Clower e Leijonhufvud, a definirem um sistema de trocas restrito, onde haveria uma mercadoria especial, o dinheiro, que teria uma função fundamental no processo econômico. Tal sistema de trocas restrito, identificado com uma economia monetária, é definido da seguinte maneira por Robert Clower:

" A característica peculiar de uma economia monetária é que a algumas mercadorias (no presente contexto, todas, exceto uma) é negado o papel de meio de pagamento real ou potencial. Para formular tal idéia através de um aforismo: o dinheiro compra mercadorias, mercadorias compram dinheiro, mas mercadorias não compram mercadorias." (Clower, 1965, pp. 207 - 208).

Em tal economia existe um meio de pagamento único. Este meio de pagamento pode ser trocado por não importa qual bem, enquanto são proibidas todas as trocas entre outras mercadorias. Qual a consequência de se reduzir as possibilidades de troca neste sistema?

" Em regime de trocas", observa Parguez, "todo agente, dispondo de uma quantidade de um bem  $k$ , está livre para trocá-lo por não importa qual dos  $n-1$  outros bens; ele pode, pois, ao menos realizar  $n-1$  trocas. Em regime monetário, o agente não pode trocar  $k$  senão por dinheiro; com o bem  $k$  ele não pode participar senão de uma troca. A consequência mais importante é que a transformação do regime de trocas em regime monetário reduz consideravelmente o número de trocas realizáveis, os agentes e os bens permanecendo os mesmos." (Parguez, 1975, p. 116). Na medida em que tal mercadoria especial é introduzida conceitualmente, surge a possibilidade de racionamento dos demais

bens, se admitirmos a existência de mercados não-coordenados.

Desta maneira, ao suprimir as trocas e fracionar o processo de realização, a existência da moeda aumenta os efeitos de racionamento. Podemos concluir, portanto, que a chamada teoria do desequilíbrio de mercado - ao procurar justificar a existência da moeda sem abandonar o paradigma das decisões individuais e do valor subjetivo expresso pelas funções nocionais de oferta e procura dos diversos agentes econômicos - defronta-se com um novo paradoxo: um sistema econômico funciona melhor em regime de trocas do que em regime monetário.

Assim, a contribuição da teoria do desequilíbrio é apenas negativa ao mostrar a impossibilidade de a moeda ser definida como outra mercadoria ou como outro bem, cuja procura é determinada pelas funções de utilidade individual. Tanto isto é verdade que Leijonhufvud em suas análises mais recentes volta a considerar a moeda basicamente como "stock", ao supor para ela um papel amortecedor dos desequilíbrios que se originam nos diferentes mercados, e ao admitir a possibilidade de os agentes recorrerem aos seus encaixes monetários para superar os racionamentos. Se tais encaixes forem adequados para compensar inteiramente a perda decorrente do racionamento, este não repercutirá nem sobre os mercados seguintes no circuito, nem sobre os mercados anteriores, por efeito de retroação ao nível das informações significativas, permanecendo, portanto, a economia dentro do chamado "corredor" ou zona de estabilidade. Desta forma, no limite, graças a acumulações de moeda, o sistema funciona em condições idênticas às resultantes da presença do leiloeiro walrasiano. Assim, a verdadeira conclusão da teoria do desequilíbrio resume-se em explicar

a demanda de moeda, que não podia ser justificada em sua formulação inicial.

Da mesma forma que na teoria quantitativa clássica ou neoclássica, na teoria do desequilíbrio a moeda não é integrada no sistema econômico. É um apêndice que, quando utilizado, permite que o sistema funcione de acordo com decisões individuais, baseadas em quantidades e não em preços. É interessante notar que a introdução da moeda nega, em um primeiro momento, a realização das virtualidades de uma economia de trocas, ao considerar a possibilidade de racionamento, para, em um segundo momento, negar sua própria negação. Assim, do ponto de vista da afirmação de uma teoria positiva de uma economia monetária, não se foi mais longe do que com a formulação de Patinkin; a economia da qual se trata continua sendo ainda uma economia de trocas, ou melhor, uma economia de trocas monetizada.

Paradoxalmente, as condições em que a moeda pode exercer de maneira mais adequada sua função, isto é, na região de estabilidade definida pelo "corredor", são exatamente aquelas que permitem que a economia continue funcionando como uma economia não-monetária.

## 1

Qualquer teoria que pretenda realizar a integração da moeda no sistema econômico deve ter como objetivo inicial mostrar sua não-neutralidade em relação ao processo produtivo. Esta parece ser a preocupação básica de Keynes, quando, para tornar suas idéias mais claras, alterando inclusive a terminologia utilizada na Teoria Geral, observa que o ponto de vista ortodoxo, ao "considerar a

eficácia marginal do dinheiro como algo totalmente diferente da eficácia marginal de outros ativos, acaba conduzindo a dificuldades consideráveis." (Keynes, 1937, p. 107).

Qual a consequência disto, segundo, ainda, a observação de Keynes? Para a opinião ortodoxa, a eficácia marginal de outros ativos varia com sua quantidade, o mesmo não ocorrendo com a eficácia marginal do dinheiro, uma vez que se supõe que variações na oferta monetária afetam apenas o nível de preços e não a taxa de juros. Assim, de acordo com a condição de que, no equilíbrio, as eficácias marginais de todos os ativos, inclusive do dinheiro, devam ser iguais, tal teoria está supondo, necessariamente, que a taxa de juros se ajuste passivamente ao nível das eficácias marginais dos outros ativos. Deste modo o dinheiro é neutro, não desempenhando nenhum papel na determinação do nível da produção e do emprego.

Na verdade, o objetivo primeiro do famoso Capítulo XVII da Teoria Geral, ao se iniciar com uma análise das diferentes taxas de juros é: a) generalizar a teoria da taxa de juros do dinheiro para os demais ativos; b) mostrar porque a taxa de juros do dinheiro é importante e que, em última instância, domina e determina o ritmo do funcionamento da economia.

Abba Lerner introduz uma terminologia bastante adequada para mostrar como os objetivos a e b são atingidos no mencionado capítulo da Teoria Geral. Assim, define a taxa de juros em sentido próprio, como a taxa que é paga pelo empréstimo de um ativo; a taxa decorrente, de se manter ou possuir um ativo, denomina eficácia marginal de sua posse; e a taxa decorrente da produção de um ativo, chama eficácia marginal do investimento, a qual correspon

de a eficácia marginal do capital, de Keynes. De acordo com a interpretação de Lerner, o conceito estratégico do Capítulo XVII é a eficácia marginal de se manter um ativo.

Utilizando-se de tais definições, Dudley Dillard interpreta o Capítulo XVII, tornando claras algumas das páginas mais importantes, porém algumas vezes mais obscuras da Teoria Geral:

" O retorno total esperado do empréstimo, da manutenção ou da produção de um ativo é igual à soma algébrica de seu rendimento ( $q$ ), menos o custo de sua manutenção ( $c$ ), mais seu prêmio de liquidez ( $l$ ). É característico que o retorno de um bem de capital exceda seu custo de manutenção e que o prêmio de liquidez seja irrisório. Os 'stocks' de produtos acabados geralmente envolvem um custo de manutenção superior ao rendimento esperado, mais o prêmio de liquidez, ainda que em determinadas circunstâncias o prêmio de liquidez possa ser significativo. É próprio do dinheiro ter um prêmio de liquidez que exceda seu custo de manutenção, sendo seu rendimento nulo.

Desta forma, o rendimento total de um bem de produção é aproximadamente  $q$ ; dos 'stocks', aproximadamente  $-c$ ; e do dinheiro, supondo inexistentes os custos de manutenção,  $l$ . Tais taxas podem ser expressas em termos do próprio ativo ou em termos de qualquer outro ativo tomado como padrão; geralmente são expressas em dinheiro, mas poderiam ser expressas em trigo, em casas ou em algum outro ativo. Em princípio, a escolha de um padrão não é importante. Se se espera que alguns ativos valorizem (ou desva

lorizem) em relação ao padrão, um fator de valorização (ou de desvalorização) pode reduzi-los a termos comoaráveis. Se se espera, porém, que um bem de capital valorize em termos monetários a uma taxa de  $a_1$ , sua taxa expressa em dinheiro será  $a_1 + q$ . De maneira semelhante, se se espera que um 'stock' de mercadorias valorize em termos monetários, sua taxa será  $a_2 - c$ . Em equilíbrio, as taxas de todos os ativos são iguais, expressas no mesmo padrão ..." (Dillard, 1974, pp. 14 - 15).

Aplicando tais conceitos ao Capítulo XVII, poderemos entender a maneira pela qual a taxa de juros afeta a produção. Pode-se considerar que o ativo estratégico será aquele cuja taxa medida pela soma algébrica  $q - c + \ell$  for a menos flexível para baixo. Este será, sem dúvida, o ativo com o maior prêmio de liquidez, descontado seu custo de manutenção.

É evidente que o ativo que ocupa esta posição é o correntemente denominado "dinheiro". No entanto, independente desse ativo possuir ou não tal denominação, ele existirá com essa função na sociedade capitalista. Se não houver em uma economia nenhum ativo com um prêmio de liquidez maior que seu custo de manutenção, tal economia poderá ser classificada como não-monetária.

Por que a existência de um ativo que resiste à baixa possui papel preponderante no processo produtivo? A resposta é dada por Keynes:

" Vamos supor (como hipótese, por enquanto) que exista um ativo (dinheiro) cuja taxa de juros é fixa (ou que decline mais lentamente do que a taxa de juros de qualquer outra mercadoria). Se assim o for, de que maneira se



estabelecerá uma posição de equilíbrio? Desde que  $a_1 + q_1$ ,  $a_2 - c_2$  e  $l_3$  são necessariamente iguais, e desde que, por hipótese,  $l_3$  é fixa ou está caindo mais vagarosamente do que  $q_1$  ou do que  $-c_2$ , segue-se que  $a_1$  e  $a_2$  devem estar-se elevando. Em outras palavras, o valor monetário presente de cada mercadoria que não o dinheiro tenderá a baixar relativamente às previsões dos preços futuros. Assim, se  $q_1$  e  $c_2$  continuarem a cair, haverá um ponto no qual não será lucrativo produzir qualquer uma dessas mercadorias, a menos que se espere que o custo de produção em data futura se eleve em relação ao custo presente, a um valor que cubra o custo de manutenção das mercadorias agora produzidas entre o momento atual e a data provável do aumento de preços." (Keynes, 1936, p. 228).

Do exposto, fica claro que se a taxa de juros monetária ( $l$ ) ou o prêmio de liquidez pudesse descer a zero, não haveria nenhum obstáculo para que se aumentasse a produção até a eliminação de qualquer fator ocioso da economia.

O problema que se coloca então é o de saber por que deveria existir um ativo com as propriedades acima mencionadas, isto é, "com uma taxa de juros própria mais relutante em cair - na medida em que aumenta o estoque de todos os bens da economia - do que os juros dos outros ativos dados em termos de si mesmos." (Keynes, 1936, p. 229). Se realmente existir tal ativo em um determinado sistema econômico, poderemos considerar como válido o raciocínio realizado e, portanto, a não-neutralidade do dinheiro.

Uma primeira condição que nos conduz a tal conclusão, segundo Keynes, vincula-se às próprias limitações institucionais às empresas privadas de produzirem dinheiro, uma vez que tal é restrito às autoridades monetárias. Ou, como

observa este autor: "O dinheiro ... não pode ser prontamente produzido; - a mão-de-obra não pode ser desviada de outras atividades, por vontade do empresário, para produzir dinheiro em quantidades crescentes, na medida em que seu preço se eleva em termos de unidades de salários. No caso do dinheiro fiduciário, esta condição é estritamente satisfeita, mas no caso do padrão-ouro também o é aproximadamente na medida em que a adição proporcional de mão-de-obra que pode ser empregada é muito pequena, exceto em países em que a produção de ouro é a atividade principal)."

(Keynes, 1936, p. 230). Assim, podemos dizer que o dinheiro tem, tanto no curto como no longo prazo, uma elasticidade de produção nula ou muito pequena.

É necessário ainda uma segunda condição para se poder caracterizar a existência do dinheiro, uma vez que certos serviços de fator podem possuir também elasticidade de produção zero. O dinheiro deve ter também elasticidade nula de substituição. Na verdade, isto ocorre em função "da peculiaridade do dinheiro, isto é, do fato de sua utilidade ser derivada apenas de seu valor de troca, de tal maneira que ambos se elevam e caem pari-passu, com o resultado de que, na medida em que o valor do dinheiro se eleva, não há motivo ou tendência, como ocorre no caso de outros fatores, de substituí-lo por outro fator." (Keynes, 1936, p. 231).

Porém, mesmo que a quantidade de dinheiro não possa ser alterada pelas forças do mercado, poderíamos admitir que o grau de liquidez é susceptível de ser aumentado por forças que, em certo sentido, são automáticas, pois a redução do nível de preços devido a uma redução do valor monetário dos salários pode

rã fazer com que haja um aumento da disponibilidade de dinheiro para saldos ociosos. Keynes não nega tal possibilidade, mas não crê que a natureza dessas modificações seja suficiente para descaracterizar o dinheiro e, em consequência, garantir o pleno emprego. E justifica tal opinião com base nos seguintes pontos:

- a. "Se um aumento no valor do dinheiro der motivo para que se espere um aumento maior, elevar-se-á a eficácia marginal de se manter saldos monetários.
- b. O fato de que os salários tenderiam a ser rígidos em termos monetários - com os salários monetários mais rígidos do que os salários reais -, tende a dificultar a queda da unidade de salário em termos de dinheiro."  
(Keynes, 1936, p. 232).
- c. Mais importantes ainda são as propriedades do dinheiro ligadas à sua elevada liquidez e aos seus baixos custos de manutenção, especialmente depois que a taxa de juros monetária desceu ao seu mínimo institucional. Neste ponto, a curva de preferência pela liquidez torna-se perfeitamente elástica, no sentido de que o dinheiro pode ser trocado com outras formas de riqueza em quantidades determinadas, sem que por isso a relação de intercâmbio se faça menos favorável para o dinheiro.

Em conexão com o último ponto acima mencionado, Keynes observa que pode ser vantajoso para alguém manter um certo "stock" de determinados bens, mas não uma grande quantidade, mesmo que isto constitua uma garantia de riqueza de valor estável, pois o custo de manutenção pode ser suficientemente alto para anular

tal vantagem. Isto, no entanto, não acontece com o dinheiro. Além disso, a manutenção de "stocks" muito elevados de um certo bem deixa de ser alternativa se existir uma razoável incerteza a respeito dos termos em que no futuro tais bens serão convertidos em dinheiro; o mesmo raciocínio pode ser aplicado para os bens de capital em relação ao valor esperado da sua eficiência marginal.

Desta maneira, dadas as características acima, Keynes pode afirmar que "uma elevação na taxa de juros retarda a produção de todos os demais bens ... sem ser capaz de estimular a produção de dinheiro ... A taxa monetária de juros, ao estabelecer o padrão das taxas próprias de juros das demais mercadorias, paraliza o investimento na produção destas outras mercadorias sem ser capaz de estimular o investimento na produção de dinheiro, que por hipótese não pode ser produzido ... Assim, na ausência do dinheiro e na ausência ... de qualquer outra mercadoria com as supostas características do dinheiro, as taxas de juros alcançariam o equilíbrio apenas ao nível de pleno emprego. O desemprego se desenvolve porque os homens querem a lua; mão-de-obra adicional não pode ser empregada quando o objeto do desejo, isto é, o dinheiro, é alguma coisa que não pode ser produzida e cuja demanda não pode ser prontamente atendida. Desta maneira, não há remédio a não ser persuadir o público de que um pedaço de queijo é praticamente a mesma coisa e assim ter-se uma fábrica de queijo (isto é um Banco Central) sob o controle do público." (Keynes, 1936, pp. 234 - 235).

De acordo com o exposto, a liquidez pode caracterizar o dinheiro por sua utilidade e justificar, assim, a sua não-neutralidade, ao estabelecer um

piso para o valor da inversão. Keynes, no entanto, percebe que até este ponto o dinheiro foi caracterizado apenas pela liquidez, embora a liquidez propriamente dita não tenha sido explicada. Em outras palavras, é necessário explicar por que o dinheiro é líquido. Tanto isto é verdade que Keynes observa: "É, no entanto, interessante considerar como aquelas características do dinheiro, como nós o conhecemos, estão ligadas com o fato de o dinheiro ser padrão de valor, com base no qual os contratos e os salários são usualmente estipulados." (Keynes, 1936, p. 236). Assim, observa : "... o fato de que os contratos são fixados e de que os salários são estáveis em termos monetários desempenha, inquestionavelmente, um importante papel para atribuir ao dinheiro um prêmio de liquidez tão elevado." (Keynes, 1936, p. 236).

Mais adiante, no entanto, Keynes afirma que: " a mercadoria, em termos da qual se espera que os salários sejam mais rígidos, não pode ser senão aquela que possui a menor elasticidade de produção e um menor excesso de sua taxa de conservação sobre o prêmio de liquidez. Em outros termos, a expectativa de uma rigidez dos salários em termos de dinheiro é um corolário de o excesso do prêmio de liquidez sobre a taxa de conservação ser mais elevado para o dinheiro do que para qualquer ativo." (Keynes, 1936, p. 238).

Ora, não é difícil perceber a circularidade envolvida em tal argumentação: em um primeiro momento, a liquidez é explicada pelo fato de os contratos e os salários serem estipulados em termos de moeda, (e pelo fato de os salários serem rígidos em relação ao valor do dinheiro); em segundo momento, a rigidez dos salários é explicada em função da liquidez do dinheiro, ou melhor,

da existência de um bem que tenha características de liquidez como as do dinheiro.

Esta dificuldade decorre do fato de Keynes, no Capítulo XVII, não ter levado às últimas conseqüências a análise do dinheiro em uma economia monetária, isto é, de ter insistido em iniciar a análise do dinheiro a partir da sua utilidade subjetiva "vis-a-vis" os demais ativos.

Esta constatação nos leva, necessariamente, a buscar a razão da liquidez fora da utilidade e o próprio Keynes fornece a pista para a solução do problema ao chamar a atenção para a inelasticidade da oferta monetária. Na verdade, esta característica faz com que o dinheiro seja a forma de ativo que tem a maior garantia de não se desvalorizar frente aos demais ativos. Assim, a resposta a esta questão deve ser buscada nas razões institucionais que garantem tal inelasticidade. Dizer, porém, que ela decorre da lei e do costume coloca outra indagação: Por que tal característica é sancionada pela lei?

A razão encontra-se na própria natureza das relações de produção que caracterizam uma economia monetária: a escassez do dinheiro em relação aos demais ativos é a forma de restringir seu acesso apenas a um grupo social, que em certo momento deve manter o monopólio de seu controle, isto é, o poder de contratar mais ou menos mão-de-obra e de obter lucro a partir do processo de assalariamento.

Pode-se afirmar que em uma economia monetária a moeda entra em circulação através da remuneração dos assalariados pelas firmas e não através de um "manah"

ou de um "bombardeio de helicóptero", como querem os quantitativistas. O fato de o dinheiro ser o instrumento do assalariamento do qual resultará uma produção futura, automaticamente o investe de valor, como a cobertura nominal dessa produção. Assim, o passo seguinte da presente análise deve ser o de explicitar como no processo de produção se dá o "investimento de valor" do dinheiro e como a partir desse "investimento" pode ser formulado o conceito de demanda efetiva, compreendido o exato significado da taxa de juros em uma economia monetária.

2

Um ponto comum entre a teoria marxista do valor e a teoria implícita na análise de Keynes é que a equivalência trabalho-produto não é o resultado de uma troca. O trabalho não constitui um bem econômico e, não sendo ele mesmo um valor passível de troca, é fundamento de todo valor (\*). Tanto isto é verdade que, para Keynes, não existe mercado de trabalho no sentido neoclássico, isto é, um modo de confrontação entre oferta e procura de mão-de-obra, determinado pela agregação de comportamentos individuais e contendo um ponto de equilíbrio possível, onde o nível de emprego e dos salários reais são determinados simultaneamente. Daí inferimos que, para Keynes, o trabalho não é uma mercadoria, e que a produção não pode ser considerada como um intermediário funcional no processo de comunicação do 'mercado de trabalho' e dos mercados de bens. "A produção e a troca são, a priori, atos econômicos heterogêneos um em relação ao outro, desde que não se pressupõe que uma utilidade abstra

---

(\*) Na interpretação clássica, especialmente de Ricardo e de Marx, a mão-de-obra é remunerada pela força de seu trabalho e não pelo valor produzido pelo trabalho em si.

ta faz dos fatores de produção e dos produtos elementos de um mesmo universo de troca. O princípio de homogeneização das atividades particulares de produção deve ser considerado antes como um procedimento de normalização social, no seio do qual a produção e a troca das mercadorias formam uma unidade." (Aglietta, 1978, p. 101).

Assim, para Keynes, "a renda monetária global é o conceito desta normalização social (\*). Este conceito tem um antecedente lógico sobre os preços individuais das mercadorias, de modo que a renda global não poderá ser considerada como um agregado de mercadorias. A renda é o modo (condição) de deslocamento econômico das mercadorias, forma de liame social que coloca em equivalência os produtos de trabalhos particulares e os transforma em coisas úteis." (Aglietta, 1978, pp. 101 - 102).

Diante de tais preliminares, o problema inicial é esclarecer o modo pelo qual o dinheiro se apresenta em uma economia monetária como expressão da forma de

---

(\*) M. Aglietta observa que "Marx chamou de Trabalho Abstrato o princípio de 'normalização social' que está na raiz da coesão de uma economia mercantil, isto é, de produtores independentes." (Aglietta, 1978, p. 101). Percebe-se assim uma analogia entre os procedimentos de Marx e Keynes; no entanto, a "normalização social" não deve ser considerada nem em Keynes nem em Marx como um simples "conceito operacional" para a construção de um modelo, mas, antes, como um dado da realidade capitalista. Em Marx isto aparece através da distinção entre riqueza concreta (valor de uso) e valor (valor de troca). Para o capitalista, o que interessa é a expansão do valor como forma de obtenção de mais valia, o que não quer dizer que a produção burguesa elimine a riqueza concreta, mas que a coloca a serviço do valor de troca. Analogamente, para Keynes, "um empresário está interessado não no volume de produto, mas no volume de dinheiro que deverá caber-lhe. Ele só aumentará sua produção caso com isto espere aumentar seu lucro monetário, embora seu lucro possa representar uma menor quantidade de produto do que antes." (pp. 118 e seqs.).



validação social de cada elemento da produção líquida. Este tema, na análise de Keynes, pode ser inicialmente identificado na análise do lucro desenvolvida no "Treatise on Money", onde se pode perceber o modo pelo qual Keynes procura superar o obstáculo encontrado pelos clássicos, isto é, o fato de que não existe nenhum ponto comum de determinação do valor do produto, se se parte dos sistemas de avaliação dos diferentes sujeitos. Esta superação se dá pelo reconhecimento de que a produção corrente pode ser medida com exatidão, sendo tal medida feita em unidades de remunerações nominais - em unidades-salários, sendo a moeda o padrão desta medida.

Desta maneira, o produto constitui um todo, sem nenhuma separação inicial entre salários e lucros. Em seu nascimento, sem que se conheça o desenvolvimento último do processo econômico, não é possível determinar a parte correspondente aos fatores que o criam (fatores produtivos) e a parte correspondente às empresas, isto é, o lucro.

As operações ulteriores, que irão assegurar a repartição do produto, são as vendas. Nenhuma firma conhece o seu lucro antes de haver vendido sua produção. Bernard Schmitt observa que "na teoria clássica bastaria produzir. De imediato, as duas partes da renda estariam determinadas: o salário fixado ao mínimo de subsistência e o 'surplus', a diferença entre o valor total do produto e os salários devidos. É inegável que os salários são conhecidos não pela aplicação da Lei de Ferro, mas porque o nível das remunerações é um dado de curto prazo." E, mais adiante: "Para os clássicos, o valor seria constituído quer (o produto) fosse demandado ou não. Mas nós sabemos que a produção, representando unicamente o lado da oferta, é insuficiente para conferir

o valor aos novos bens reais: uma outra operação é necessária, a venda dos bens produzidos. O lucro é, pois, uma divisão, uma fração do produto de venda, e não uma parte do 'produto da produção'." (Schmitt, 1971, p. 114).

O problema fundamental que decorre da análise anterior pode ser colocado nos seguintes termos: Se as firmas tiram seus lucros do produto de suas vendas, e se as vendas são pagas pelos titulares dos rendimentos pagos pelas firmas, medidas em unidades saláris, como podem elas (as firmas) retirar do conjunto da economia um valor maior do que aquele que elas mesmas injetaram no circuito econômico?

A primeira resposta a este problema é sugerida por Keynes nos Capítulos V e X do "Treatise", ao excluir os lucros da definição da renda nacional. Assim, entre a definição:  $\text{renda nacional} = \text{remuneração dos fatores} + \text{lucros}$  e  $\text{renda nacional} = \text{remuneração dos fatores}$ , Keynes opta pela segunda definição, pois esta não viola a idéia de que toda a receita das firmas resultaria dos gastos das remunerações pagas aos fatores de produção. Daí observar que "nós nos propomos a atribuir a mesma significação às três expressões seguintes: (1) a renda monetária da nação; (2) a remuneração dos fatores de produção; e (3) o custo da produção; e nós reservamos a expressão lucro para a diferença entre o custo de produção corrente e o produto de sua venda, de tal maneira que os lucros não fazem parte da renda nacional assim definida." (Keynes, 1930, p. 123).

Uma análise detalhada das razões que levaram Keynes a optar pela segunda definição mostrará que ela não é arbitrária e que possui importante papel na expli

cação da natureza dos lucros e, em função disto, da própria natureza do dinheiro em uma economia monetária. Para tanto, consideremos algumas das definições do "Treatise", já apresentadas no capítulo anterior. Nesse capítulo, foi definido o lucro do setor de bens de consumo através da seguinte expressão:

$$E_1 = (Y - S) - (Y - I')$$

sendo Y o valor da renda a custo de fatores, S a poupança e I' o valor da remuneração dos fatores no setor de bens de capital.

E o lucro do setor de bens de capital por:

$$E_2 = I - I'$$

A equação expressando  $E_1$  pode ser simplificada, pois se

$$Y = C' + I',$$

teremos

$$E_1 = (C' + I') - S - (C' + I') - I' = I' - S$$

mas como o valor de  $E_1$  também é igual a  $C - C'$ , pois

$$C = Y - S \quad \text{e} \quad C' = Y - I,$$

assim

$$E_1 = C - C'$$

Podemos, a partir da última equação e da que expressa  $E_2$ , obter a equação do valor total dos lucros da economia

$$E = E_1 + E_2 = (C + I) - (C' - I')$$

De outro lado, podemos também escrever

$$E = E_1 + E_2 = (I' - S) + (I - I') = I - S$$

As definições e equações acima, combinadas com a definição de poupança, isto é,  $S = Y - C$ , podem levar-nos a concluir que a análise de Keynes é contraditória, pois, segundo esta análise, nada impede que os empresários (ou capitalistas) gastem parte dos seus lucros em bens de consumo e isto evidentemente implica uma redução da poupança da empresa. No entanto, como isto será possível se os lucros não fazem parte da renda nacional e se, por definição, a poupança deve ser deduzida da renda nacional? (Schmitt, 1971, p. 118). O que pode parecer paradoxal é que a definição de renda aceita por Keynes impede os empresários ou as firmas de pouparem positivamente; no entanto, a poupança negativa parece permanecer ao seu alcance. (Keynes, 1930, p. 139).

Keynes coloca propositalmente este problema para mostrar o caráter das categorias macroeconômicas e torna mais clara sua demonstração pelo que denominou o fenômeno do "widows cruise": a) a formação dos lucros resulta do excedente das compras sobre as remunerações dos fatores, do que decorre que a formação dos lucros é um gasto dos lucros; mas, é exatamente o gasto dos lucros que marca a superioridade de  $C + I$  sobre  $C' + I'$ , sendo  $(C + I) - (C' + I')$  a própria definição dos lucros; b) como os lucros são conservados nos gastos dos lucros, tais gastos não são líquidos senão em relação às empresas individuais que os formam; não o são, porém, para as empresas em seu conjunto, para as quais tais gastos são compensados; c) tal efeito da conservação dos lucros se produz tanto nos gastos de consumo como nos gastos de investimento. (Schmitt, 1971, p. 119). Desta maneira, consumindo os lucros, os empresários

(ou capitalistas) os transmitem pura e simplesmente e, portanto, a poupança negativa não pode ser observada no plano macroeconômico. Assim, o investimento não se altera e a poupança não se reduz. É como se os capitalistas tivessem uma fonte de rendimento inesgotável para financiar seus gastos.

Desta maneira, fica definida, através de uma clara oposição, a distinção analítica entre o lucro e os rendimentos do trabalho: "os rendimentos propriamente ditos (remuneração dos assalariados) são formados em uma primeira operação, depois gastos em uma segunda operação; os lucros, ao contrário, são formados e gastos em apenas uma operação. Nenhum lucro pode nascer senão pelo gasto de um lucro preexistente." (Schmitt, 1971, p. 125).

Assim, os lucros não se apresentam ao nível da criação do valor, contrariamente, como podemos perceber, toda a formulação tradicional ou neoclássica, que coloca o capital como fator produtivo. Eles não se apresentam senão ao nível das vendas do produto, não fazendo parte portanto da formação da renda nacional. Mas aqui surge um problema: se as compras ( $C + I$ ) são unicamente financiadas pelas remunerações ( $C' + I'$ ), como explicar a existência do lucro a partir de sua definição

$$E = (C + I) - (C' + I')$$

Ou, alternativamente, se o valor do produto final é necessariamente igual ao valor dos custos de produção, como pode ser explicada a existência de lucros?

Lembrando-nos, no entanto, dos dois níveis diferentes, relacionados com a criação e o gasto de salários e lucros, estabelecidos na análise de Keynes, e que esses níveis têm naturezas diferentes, a explicação do lucro decorre facilmente. A distinção entre a criação e o gasto, ou, de maneira mais precisa, entre a criação e a distribuição do rendimento, conduz ao rompimento de uma proposição que constitui verdade axiomática para a economia neoclássica: a regra da conservação do valor nas trocas. E é ao preço do abandono deste axioma que o lucro torna-se acessível à análise.

Assim, para Keynes, há dois processos a serem considerados: o primeiro corresponde à própria formação do valor ou da renda nacional e o segundo à formação do lucro. A formação do valor deve ser analisada sob dois ângulos: o primeiro refere-se ao ato complexo através do qual um fluxo físico não dotado de valor (força de trabalho) é destinado às firmas e ao qual corresponde um refluxo de remuneração das firmas para os donos da força de trabalho. Desta maneira, a troca inicial não se vincula a uma relação de valores já formados, mas à criação mesma do valor: o pagamento de uma massa salarial cria uma correspondência entre a moeda e os custos da produção, podendo esta correspondência ser chamada de valor ou equivalência. A contrapartida deste primeiro momento da análise está ligada não à troca inicial de força de trabalho por salários, mas ao fato de que a massa salarial colocada nas mãos dos trabalhadores representa exatamente o valor dos bens que foram produzidos. A equivalência que se estabelece agora é entre o dinheiro que foi distribuído e o produto final.

A comparação entre essas duas equivalências permite estabelecer uma identidade entre os custos de produção e o valor do produto final. Desta maneira, "o valor macroeconômico criado em cada período é perfeitamente mensurável: ele é medido em unidades de moedas. O valor do produto é igual ao número de unidades de moeda que o expressam. E a 'moeda vetor' é ela mesma determinada, pois é igual à soma das remunerações distribuídas, isto é, à totalidade dos custos dos fatores." (Schmitt, 1971, p. 145).

Na determinação do lucro (segundo processo), no entanto, é necessário recordar que as compras individuais dos bens produzidos têm natureza diferente das transações envolvidas (compra e remuneração da força de trabalho) no processo de criação do valor. Nas compras individuais, a equivalência que se estabelece não envolve o bem e seu valor, mas é a simples constatação de trocas que ocorrem em diferentes mercados. Assim, se ocorrer uma troca de um bem, digamos um chapéu (bem a), por 50.000 cruzeiros (bem b), "o valor de troca a e b é a relação mesma segundo a qual estes dois bens são cedidos um pelo outro. Não é exato que a relação de troca seja prefigurada por uma qualidade que os objetos teriam em comum antes de serem trocados. O valor é  $a/b$  - um chapéu (a) por 50.000 (b) - sem que faça sentido determinar-se de antemão o valor de a e b. A relação de troca comporta dois bens e não os valores de tais bens." (Schmitt, 1971, p. 157).

Ora, esta outra forma de equivalência entre dois bens, através da qual se determina o preço do bem, tem em comum com o processo de equivalência ligado ao processo de criação de valor apenas o fato de ambos se utilizarem do

dinheiro para sua realização. A integração da moeda é feita no processo de criação de valor e, na verdade, a moeda é aceita pelos trabalhadores como salário porque se apresenta como poder de compra sobre a produção futura. É neste momento que a moeda se investe de valor: porém as condições de circulação na qual o preço é determinado (relação de troca e não de valor) em geral permitem que a soma monetária das transações no mercado de produtos seja maior do que a soma monetária das transações no mercado de serviços produtores, de onde se pode explicar a origem de uma massa de lucros com valor positivo. Daí a justificação do porquê "é preciso fazer uma distinção entre o valor e o preço. O valor é uma equivalência entre produtos e salários; os preços compreendem transferências dessas equivalências; assim, os lucros de empresa são constituídos de moeda cuja correspondência com o produto ainda não foi inteiramente explorada ou 'despendida'." (Schmitt, 1978, p. 76).

Aliás, esta distinção entre o valor e o preço e a diferença de suas dimensões no processo de produção e circulação já havia sido apontada por Marx, e assim observa ainda Bernard Schmitt:

"O circuito mede o valor do produto. Mas é preciso distinguir entre a moeda em circulação no circuito (Umlauf) e a moeda em deslocamento no circuito (Kreislaufl); segundo Marx ... a emissão bancária não está, logicamente, limitada à moeda presente no circuito: ela pode estender-se para 'fora' deste." (Schmitt, 1978, p. 70).

Desta maneira, na medida em que se emite mais moeda através do crédito ban



cário do que a necessária no circuito (Umlauf), esta moeda (Kreislaufl) não se distingue da primeira e permite a transferência do poder de compra que foi empenhado aos trabalhadores para os não-assalariados, gerando o lucro como um "revenu de transfert", desde que esse poder adicional de compra realmente seja efetivado (\*).

Deste modo, a formulação anterior, baseada nas hipóteses do "Treatise", permite superar a dificuldade encontrada na Teoria Geral para a definição da liquidez. De acordo com a teoria do investimento de valor da moeda, feita através do assalariamento, o dinheiro passa a ser desejado por constituir uma forma de empenho sobre a produção futura, cuja posse, porém, não está restrita àqueles que criaram o valor; na medida em que o acesso ao dinheiro é liberado para outros grupos, estes também podem participar do valor criado. De outro lado, esta liberação não pode ser ilimitada, devendo manter-se como monopólio de um grupo, sem o que as condições restritivas do assalariamento desapareceriam, pela possibilidade de os assalariados poderem apropriar-se também através do crédito dos instrumentos de produção.

Encontra-se implícito também nesta análise o fato de que a teoria macroeconômica é necessariamente uma teoria monetária desde o seu início, isto é, uma teoria da produção de bens reais por meio da moeda, o que mostra quão sem sentido é a macroeconomia de inspiração "hicksiana", que se apresenta

---

(\*) Aliás, a formulação kaleckiana dos lucros como gastos dos capitalistas não é nada mais que uma apresentação mais concreta, porém menos elegante, do raciocínio de Keynes, exposto no "Treatise" e desenvolvido por B. Schmitt.

inicialmente através do chamado setor real - modelo keynesiano simples, função IS - para, em um segundo momento, combiná-lo com o chamado setor monetário - função LM. Aliás, o próprio Keynes já havia observado que "a separação da Ciência Econômica em duas teoria distintas, a Teoria do Valor e da Distribuição de um lado e a Teoria da Moeda de outro ... é injustificada." (Keynes, 1936, p. 293).

3

A interpretação do processo de formação do valor e da distribuição, desenvolvida no "Treatise", embora fiel ao texto de Keynes, deve ser melhor qualificada. A definição do lucro como um rendimento de transferência é correta apenas se considerarmos que tal transferência se dá em nível macroeconômico. Ao se considerar a formação do lucro como decorrência das trocas entre empresas, isto é, nível microeconômico, "sendo o preço social do conjunto das mercadorias, por definição, igual a 1,0 (um), o preço individual de cada uma pode ser superior, igual ou inferior a 1,0. Disto resulta que, para cada empresário, seu refluxo de moeda pode ser diferente de seu fluxo, do que pode decorrer lucro ou perda. No entanto, para o conjunto, o refluxo é necessariamente igual ao fluxo e lucros e perdas se compensam ao nível social." (D'Allemagne, 1972, p. 33). Deste modo, não existiria lucro líquido para o conjunto das empresas. Tal indeterminação, no entanto, desaparecerá se a transferência de rendimentos que gerarão os lucros se der entre dois grupos claramente definidos em função do tipo de rendimento que auferem, empresas e famílias, segundo o "Treatise", capita

listas e assalariados, na interpretação de Keynes na Teoria Geral, estão excluídos deste grupo aqueles indivíduos cujo rendimento é formado pelo gasto, como sugerido no próprio texto do "Treatise".

Na realidade, pelas razões acima, a formação do lucro não pode ser explicada separadamente da formação do salário, isto é, apenas na circulação. Do mesmo modo, a participação dos assalariados na renda, através do salário real, não pode ser explicada apenas ao nível da produção, como pretende um certo marxismo-ricardiano, baseado em leis rígidas de formação salarial, tais como a lei da população, a lei de ferro dos salários, etc. Na verdade, "a formação do salário procede de uma lei social cujos determinantes específicos devem ser submetidos a uma lei experimental. Esta lei exprime, basicamente, a maneira pela qual os assalariados conhecem e procuram influenciar o salário monetário do período atual. O salário real não pode ser conhecido senão ex-post, ou seja, uma vez que os rendimentos estejam distribuídos e efetivamente gastos. O salário real não tem, pois, conexão direta com o emprego e não tem senão uma ação mediatizada sobre o salário monetário no encadeamento dos períodos de tempo." (\*) (Aglietta, 1978, p. 107).

---

(\*) A mesma idéia é exposta por M. Godelier, em relação à formação do lucro: "Desde que se investigue como o lucro é produzido, isto é, simultaneamente sua origem e o mecanismo de sua produção, descobre-se que o lucro se apresenta, desde sua origem, sob a forma de mais valia. O lucro é, pois, distinto e idêntico à mais valia. A distinção advém de que o lucro é uma estrutura que surge do funcionamento coletivo global dos mecanismos macroeconômicos, isto é, do sistema real do capitalismo, sistema funcionando como um todo. A mais valia é uma estrutura que surge ao nível microeconômico, ao nível do funcionamento da empresa capitalista (considerada então independentemente dos efeitos de sua relação com o conjunto do sistema)." (Godelier, 1966, p. 137).

Diante do exposto, podemos afirmar que a formação dos salários e do lucro não pode ser conhecida sem se considerar tanto a circulação, como as normas de formação de valores monetários a partir de salários reais, definidos em períodos anteriores. Desta maneira, podemos afirmar, ainda, que, em uma economia monetária, desde o momento da compra da força de trabalho até o momento da realização do valor produzido por esta (destinação do produto), a moeda se apresenta não apenas como a expressão monetária do valor do trabalho, do lucro e da renda da economia, mas, principalmente, como a condição desse processo. Como já foi observado, a renda é formada pela remuneração em moeda dos assalariados; esta moeda, porém, não está investida de poder de compra antes da sua distribuição. Deste modo, a força de trabalho é adquirida antes de qualquer produção e é utilizada em função de uma produção futura. Daí ser impossível comprar a força de trabalho contra um poder aquisitivo presente. O dinheiro não pode ser senão um poder de compra futuro, o qual inclui uma dívida dos capitalistas para com os assalariados.

4

Este ponto é importante para a compreensão da evolução de Keynes do "Treatise" para a Teoria Geral, isto é, para a formulação explícita do conceito de demanda efetiva. Este conceito retoma o problema já formulado no "Treatise", da necessidade de se analisar o capitalismo como economia monetária, através dos conceitos dos fluxos e refluxos monetários ou da circulação, ao mostrar que o poder de compra social está incorporado nos rendimen

tos monetários, mas que tal poder não é realizado, sendo apenas potencial. De outro lado, procura mostrar que não há nenhuma razão a priori para que o rendimento gerado leve exatamente à compra de todas as mercadorias produzidas. Em segundo lugar, evidencia o reconhecimento por parte de Keynes da necessidade de incorporar explicitamente em sua análise o conceito de lucro, na medida em que se torna necessário explicar as oscilações da produção.

Não é difícil antecipar, com base na discussão anterior, que o problema da formação da demanda efetiva está presente como peça fundamental na concepção de uma economia monetária. Tal ponto ficará mais claro se usamos, como o próprio Keynes o fez, o conceito marxista de reprodução ampliada para explicitar a forma de circulação típica de uma economia monetária.

O caráter formal desse processo é dado pela clássica expressão marxista da circulação capitalista  $D - M - D'$ , em que o fluxo circulatório se forma em torno do dinheiro (D), que figura no fim e na origem da metamorfose do valor. Cada empresário autônomo absorve a força de trabalho e inicia a produção, o que permite uma valorização dos recursos avançados sob forma monetária, dando origem ao lucro, que se apresenta como uma captura por parte dos capitalistas de parte do valor social criado pelos assalariados, onde a formação do preço se apresenta como peça-chave.

Como será discutido adiante, embora Keynes na Teoria Geral tenha explicitado os elementos essenciais para a análise do conceito da demanda efetiva, talvez por influência do grupo de economistas que o cercava ou pela persistência de

algumas idéias clássicas "nos escaninhos de sua mente", ele introduziu ao longo da discussão algumas qualificações que não só tornam difícil a apreensão do sentido correto do conceito, mas também propiciaram o nascimento de um conjunto de simplificações que "abastardam" seu pensamento e que se refletem nos livros-textos tradicionais de macroeconomia. Daí a importância de buscarmos o sentido original daquele conceito em alguns textos escritos no período de preparação da Teoria Geral e que de certa maneira retratam com mais fidelidade o sentido do pensamento original de Keynes.

O texto a ser discutido data de 1933 (\*) e tem como principal objetivo estabelecer uma distinção entre o que Keynes chama de economia empresarial ("entrepreneur economy") e uma economia cooperativa. Assim, Keynes observa que: "A lei de produção em uma economia empresarial pode ser expressa da seguinte maneira. Um processo de produção não será efetivado a menos que as receitas monetárias esperadas ('money proceeds expected') das vendas da produção sejam pelo menos iguais aos custos monetários, que poderiam ser evitados caso não se iniciasse o processo."

"Em uma economia baseada no salário real ('real wage economy') ou numa economia cooperativa não existe nenhum obstáculo para o emprego de uma unidade adicional de mão-de-obra, se esta unidade adicionar ao produto social uma produ

---

(\*) Tal texto constitui a primeira redação do que seria a Teoria Geral e que teria como título "The Monetary Theory of Employment". O mesmo texto seria o 6º capítulo do livro I, cujo primeiro capítulo teria o título "The Nature and Significance of the Theory of a Monetary Economy".

ção ... que seja suficiente para compensar a desutilidade do emprego adicional ... No entanto, em uma economia baseada no salário monetário, o critério é diferente. A produção se efetivará apenas se o gasto hipotético de 100 libras na contratação de fatores de produção der origem a um produto que se espera seja vendido pelo menos por 100 libras." (Keynes, 1933, p. 78).

Segundo Keynes, uma economia neutra será aquela "em que os fatores são contratados pelos empresários mediante dinheiro, mas na qual existe um mecanismo de alguma espécie para assegurar que o valor do rendimento monetário dos fatores seja sempre igual no agregado à proporção da produção corrente, que teria sido a remuneração dos fatores em uma economia cooperativa." (Keynes, 1933, p. 78).

Adiante, Keynes observa que "é fácil mostrar que as condições para uma economia neutra na prática não existem, do que decorre que há uma diferença da mais fundamental importância entre uma economia cooperativa e o tipo de economia empresarial na qual realmente vivemos. Isto porque em uma economia empresarial, como veremos, o volume do emprego, que corresponde ao ponto em que sua utilidade marginal é igual à utilidade de seu produto marginal, pode não ser lucrativo em termos monetários." (Keynes, 1933, p. 79). E continua:

"A explicação de como a produção que seria gerada em uma economia cooperativa poderia ser 'não-lucrativa' em uma economia empresarial deve ser encontrada no fenômeno que, simplificado, podemos chamar de flutuações da demanda efetiva."

"A demanda efetiva pode ser definida por referência ao excedente esperado das receitas de venda sobre os custos variáveis ... A demanda efetiva flutuará se este excedente flutuar, sendo deficiente se ficar abaixo de algum valor normal (ainda não definido) e em excesso se excedê-lo. Em uma economia cooperativa ou em uma economia neutra, nas quais as receitas de venda excedem o custo variável em um valor determinado, a demanda efetiva não pode flutuar; e pode ser desconsiderada, dados os fatores que determinam o volume do emprego. Mas, em uma economia empresarial, as flutuações da demanda efetiva podem ser o fator dominante na determinação do volume do emprego." (Keynes, 1933, p. 80).

Keynes procurou ilustrar a distinção entre uma economia cooperativa e uma economia monetária e, em última instância, o papel da demanda efetiva, utilizando-se do esquema usado por Marx para distinguir a circulação no caso idealizado em que o dinheiro seria um simples instrumento de troca, isto é, de alteração do valor qualitativo das mercadorias, caso em que o dinheiro é o instrumento de expansão quantitativa do valor. Assim, escreve: "A distinção entre uma economia cooperativa e uma economia empresarial tem a ver com uma promissora observação feita por Karl Marx - embora o uso subsequente que fez dela tenha sido bastante inconseqüente. Ele mostrava que a natureza da produção no mundo presente não é, como os economistas parecem supor, um caso M - D - M', isto é, de troca de mercadoria (ou esforço) por dinheiro a fim de obter outra mercadoria (ou esforço). Tal pode ser o ponto de vista do consumidor privado, mas não é a atitude que marca os negócios ('business'), que é um caso de D - M - D', isto é, de abrir mão de dinheiro para se obter mercadoria (ou esforço) a fim de se obter mais dinheiro." (Keynes, 1933, p. 81).



Ao contrário do que a teoria vulgar supõe, ou seja, que um processo produtivo será iniciado apenas com base na expectativa de o empreendedor obter mais produto para si, em uma economia empresarial " um empresário está interessado não na quantidade de bens, mas no volume de dinheiro que deverá caber-lhe. Este empresário aumentará sua produção caso com isto espere aumentar seu lucro monetário, embora seu lucro possa representar menor quantidade de produto do que antes."

"A explicação para isto é evidente. O emprego de fatores de produção para aumentar o produto envolve, por parte do empreendedor, o desembolso não de produto, mas de dinheiro ... Ele tem o comando de 100 libras (próprias ou emprestadas), e as usará se esperar, após deduzir seus custos variáveis, inclusive os juros sobre as 100 libras, obter mais de 100 libras. A única questão que se coloca é escolher a alternativa mais lucrativa. Deve-se lembrar que os preços futuros, na medida em que são antecipados, já estão refletidos nos preços presentes, descontadas as várias considerações sobre os custos de estocagem e de oportunidade no período que relaciona o preço à vista e o preço futuro de uma dada mercadoria." (Keynes, 1933, pp. 82 - 83).

Keynes procura ser claro sobre os condicionantes das decisões empresariais em uma economia monetária, ao mostrar que tais decisões não decorrem de um simples processo de apreciação ou da comparação de taxa de juros: "A teoria da 'apreciação e dos juros' ('appreciation and interest'), assim chamada usualmente e associada principalmente ao nome do professor Irving Fischer, embora tenha sido criada originalmente por Marshall, é, eu penso, viciada pelas

mesmas considerações. Suponhamos que 100 libras de elevem em 10% ao ano e sejam emprestadas a 5% pelo mesmo período; então, se diz que a taxa de juros 'real' é 15%; no entanto, se esta importância cair em 10%, a taxa de juros 'real' será negativa em 5%. Não é de admirar que se conclua que os empresários estão prontos a tomar emprestado para propósitos produtivos quando os preços estão-se elevando e relutantes quando estão caindo ... "

"Tal raciocínio, no entanto, não é sólido. Se a mudança no valor de 100 libras não for esperada, e ocorrer de surpresa, e óbvio que este imprevisto não pode ter afetado o volume de emprego. Neste caso, a taxa 'real' de juros expressa meramente um fato estatístico ex post facto e não pode ser uma das influências que determinaram as expectativas empresariais que decidiram o volume de emprego."

"Se, de outro lado, supusemos que a mudança no valor do dinheiro tenha sido prevista, então ela já deve estar exercendo sua influência tanto nos preços presentes como nos preços futuros; e uma antecipação de mudança de preços só poderia existir se estivessem presentes certas condições técnicas de mercado que permitissem um 'spread' de 10% entre preços presentes e futuros em uma direção ou em outra. Mas, neste caso, não há razão para que o tomador de dinheiro ou o emprestador deva tomar a apreciação como algo diverso da taxa de juros ... um indivíduo pode especular em benefício próprio com base em um suposto evento futuro, apenas se houver dúvida suficiente para que se formem diferentes opiniões a seu respeito."

"Em resumo, não é a perspectiva de preços em elevação em si que estimula o em

prego, mas a perspectiva de uma margem crescente entre as receitas de venda e os custos variáveis." (Keynes, 1933, pp. 83-85).

Em seguida, Keynes procura estabelecer o caráter específico de uma economia empresarial (ou monetária), ao mostrar que o que a caracteriza é a presença de dinheiro, observando também que o dinheiro é um bem que não faz parte somente da produção, sendo, ao contrário, um direito sobre ela, que pode ser exercido ou não, dando lugar assim às flutuações:

"É da essência de uma economia empresarial que a coisa (ou coisas) em termos da qual os fatores de produção são remunerados possa ser gasta em alguma coisa que não é a produção corrente, e cuja produção não pode ser aumentada (a não ser em escala limitada), e cujo valor de troca não é fixado em termos de um artigo ou de um produto corrente, para o qual a atividade produtiva possa ser desviada sem limite." (Keynes, 1933, p. 85).

Assim, "o dinheiro é, por excelência, o meio de remuneração em uma economia empresarial, a qual se presta a flutuações na demanda efetiva ... Talvez qualquer coisa, em termos da qual os fatores fossem remunerados, que não é e não pode fazer parte da produção corrente, e é capaz de ser usada de maneira diversa da aquisição da produção corrente, possa ser considerada dinheiro." (Keynes, 1933, p. 86).

Diante desses elementos, que nos fornecem o sentido do pensamento original de Keynes, deve-se perguntar por que ele foi tão deturpado, especialmente por seus intérpretes, através de uma alteração radical do sentido do conceito de demanda efetiva, de modo a considerá-la um fenômeno não-monetário(\*); e, ainda, qual o verdadeiro sentido do conceito de demanda efetiva tal como aparece na Teoria Geral?

Para se responder a tais questões, é importante que se interprete corretamente o sentido de algumas expressões, presentes especialmente no Capítulo III da Teoria Geral, "o princípio da demanda efetiva", o qual constitui a substância dessa obra.

Inicialmente encontramos uma dificuldade, a qual deve ser interpretada com base nos conceitos desenvolvidos a partir do "Treatise". Desta forma, quando Keynes observa que "Do ponto de vista das empresas, é necessário designar-se a renda global originária de um certo nível de emprego (isto é, o custo dos fatores mais os lucros) como a renda proveniente desse emprego", (Keynes, 1936, p. 25), ele está-se referindo não às equivalências relativas à formação do valor, mas à relacionada com a formação dos preços. Assim, a renda que procede ou decorre de um emprego dado  $F$  é  $F_r$  (remuneração total dos fatores empregados), e mais  $P$  (formação dos lucros através das vendas), sendo

$$F = F_r + P$$

---

(\*) Veja, por exemplo, a já mencionada análise da maior parte dos livros textos, que colocam de um lado o setor real (a função IS) e de outro o setor monetário (função LM).

Dáí poder-se definir o conceito de preço de oferta. O preço de oferta global do produto de uma certa quantidade de fatores é a soma das receitas esperadas da venda desse produto, soma esta que permite exatamente o emprego de tais fatores. Ou, na expressão de Keynes: "O preço de oferta global do produto ('the aggregate supply price of output') de um certo nível de emprego é a expectativa de receita ('expectation of proceeds'), a qual fará exatamente valer a pena aos empresários estabelecer aquele emprego." (Keynes, 1933, p. 24).

Mais adiante, Keynes combina o conceito de preço de oferta global com o conceito de demanda global a fim de estabelecer o ponto mais importante da Teoria Geral, isto é, o conceito de demanda efetiva: "Seja o preço de oferta global do produto de  $N$  trabalhadores, a relação entre  $Z$  e  $N$  sendo dada por  $Z = \vartheta(N)$ , expressão do que podemos chamar de função de oferta global. Paralelamente, seja  $D$  a soma das receitas esperadas da venda do produto de  $N$  trabalhadores, a relação entre  $D$  e  $N$ , sendo  $D = f(N)$ , expressão do que podemos chamar a função de demanda global."

Do que se pode inferir o conceito de demanda efetiva: "Desta maneira, o volume de emprego é determinado no ponto de intersecção entre as curvas representativas das duas funções de demanda e da oferta global, pois é neste ponto que as empresas esperam seus lucros mais elevados. Nós designamos como demanda efetiva o valor de  $D$  no ponto de intersecção." (Keynes, 1933, p. 25).

A justificação para que este ponto seja atingido é apresentada nos seguintes termos: "Se para um dado valor de  $N$  as receitas esperadas são maiores do que o

preço de oferta global, isto é, se  $D$  é maior do que  $Z$ , haverá um incentivo para o empresário aumentar o emprego além de  $N$  e, se necessário, elevar seus custos através da competição entre eles pelos fatores de produção, até o valor de  $N$ , para o qual  $Z$  se tornou igual a  $D$ ." (Keynes, 1933, p. 25).

O conceito de demanda efetiva tem duas características, sem as quais ficará deturpado: a) é, simultaneamente, uma oferta e uma demanda, pois representa o ponto de intersecção entre duas funções; b) é definida no domínio das grandezas "imaginárias", pois os empresários "imaginam" o valor de  $D$  para um valor dado de  $Z$ . Jean Claude Antoine observa com precisão que "a demanda efetiva é um conceito novo, desconhecido dos clássicos, para os quais não existiam senão a demanda potencial e a demanda real. Ela (a demanda efetiva) é menos que esta última, porque não é senão uma previsão, mas é muito mais do que a primeira, pois é ela que determina o volume da produção para um período dado." (Antoine, 1953, p. 257).

Neste sentido, é ilógico falar de insuficiência da demanda efetiva em relação a uma certa oferta de bens produzidos, pois o conceito de demanda efetiva compreende simultaneamente os conceitos de oferta e demanda. Neste ponto, um não pode ser inferior ao outro. No entanto, pode-se falar em insuficiência da demanda efetiva quando a igualdade entre as duas funções situa-se em um nível de emprego inferior àquele que corresponde ao nível de pleno emprego.

Após haver formulado o conceito de demanda efetiva, no entanto, Keynes faz uma simplificação, que muitas vezes foi seguida por outros autores de maneira dog

mática. Do conceito de demanda efetiva, que justifica o equilíbrio com desemprego, tal como formulado no parágrafo anterior, ele passa para o conceito de demanda banal, ou seja, para o conceito clássico de demanda real, dado pela soma do consumo e do investimento. "A psicologia da comunidade é tal que, quando a renda real agregada aumenta, o consumo aumenta, mas não na mesma proporção que a renda. Assim, os empresários teriam prejuízo se todo aumento de emprego fosse destinado a satisfazer o aumento da demanda para consumo imediato. Desta forma, para justificar um dado aumento de emprego, deve haver um certo valor de investimento corrente, suficiente para absorver o excesso da produção total sobre o valor do consumo decidido pela comunidade, quando o emprego está determinado em certo nível." (Keynes, 1936, p. 27).

O princípio da demanda efetiva possui natureza diferente e bem mais ampla do que sugerido pela afirmação acima: a) a demanda efetiva é uma grandeza imaginária, ao passo que  $C + I$  é uma grandeza realizada; b) a demanda efetiva é fluxo (transformação da moeda nominal em moeda real) e refluxo, enquanto  $C$  e  $I$  ou  $C + I$  representam um simples refluxo, compra; c) qualquer que seja o valor do consumo efetivo realizado e livremente determinado pela população, é possível mostrar que, se o consumo não contradiz o pleno emprego, o investimento decidido por outros agentes não pode ser responsável pelo equilíbrio de subemprego, não podendo, portanto, ser considerado insuficiente. Assim, o desemprego involuntário só pode ser explicado mediante o conceito de demanda efetiva e não pela insuficiência de qualquer valor realizado.

Este último ponto requer uma discussão mais ampla. O raciocínio da Teoria Geral

é aproximadamente o seguinte: Se o conjunto da demanda  $C + I$  atingisse um certo valor, esta demanda seria suficiente para levar ao pleno emprego; no entanto, cada um desses valores está submetido a forças autônomas umas em relação as outras, não havendo senão uma probabilidade pequena de se atingir aquele nível. Tal situação "pode existir apenas quando, por acaso ou deliberadamente, o aumento do investimento permite um aumento de demanda igual ao excesso do preço da oferta global da produção correspondente ao pleno emprego, sobre o valor que a comunidade determinará gastar em consumo quando estiver plenamente empregada." (Keynes, 1936, p. 28).

O problema conceitual surge quando se admite que existe, em um certo momento, uma relação fixa ou complementar entre os valores de consumo e do investimento, dado um certo valor da renda de pleno emprego. Keynes, com o conceito de função consumo, admite que cada membro da comunidade pode avaliar o seu consumo e determinar o seu montante, dado um certo nível de renda, o que quer dizer uma avaliação individual, e, portanto, que o valor do consumo realizado e da poupança é um dado absoluto (ou nocional). No entanto, Keynes restringe a determinação do investimento a considerações que escapam às preferências individuais, ficando restritas a outros centros de decisão, que são as firmas. Ora, se tal decisão de investir corresponder ao valor da poupança de pleno emprego, teremos a renda de pleno emprego; caso contrário, esta não se realizará.

A falha desse raciocínio decorre de se admitir que seja possível gerar um certo valor de poupança, no caso de pleno emprego, sem que os empresários tenham decidido anteriormente criar o emprego e a renda correspondentes. Assim, podemos di



zer que, se há poupança de pleno emprego, é porque já foi determinada uma renda de pleno emprego, deixando de fazer sentido qualquer indagação sobre o investimento realizado, ou seja, se é igual maior ou menor do que o investimento de pleno emprego. Em outras palavras, a argumentação baseada em uma certa defasagem de investimento alteraria toda a relação causal estabelecida pelo próprio Keynes, a qual lhe permitiu descartar da análise da realidade econômica a chamada Lei de Say. Seria necessário admitir um certo valor de renda realizada sem nenhuma participação da demanda efetiva na sua determinação, ou, ainda, sem que os empresários determinassem o nível de produção a partir dos conceitos de preço de oferta global e da demanda global, contrariando a própria intenção original da crítica à teoria clássica. Estar-se-ia, assim, confundindo os conceitos de demanda efetiva, no sentido original pretendido por Keynes, com o conceito banal de demanda realizada.

Da confusão entre tais conceitos, decorre o erro de se confundir o conceito de multiplicador lógico ou instantâneo com o conceito de multiplicador em análise estática.

De acordo com o conceito original de demanda efetiva, o emprego e a renda realizados correspondem à renda e ao emprego previstos ou esperados pelos empresários, isto é, ao equilíbrio do fluxo-refluxo, dado pela intersecção entre as funções preço de oferta global e demanda global (\*). Suponhamos que em um determinado período a demanda efetiva esperada no setor de bens de capital seja de 3 milhões de trabalhadores. Supondo-se que o equilíbrio esperado, fluxo-re

---

(\*) O exemplo numérico que se segue encontra-se em Schmitt, 1971.

fluxo, fosse de 5 milhões de trabalhadores no setor de bens de consumo, de acordo com o conceito de demanda efetiva, o emprego seria de 8 milhões e a renda um valor função desse emprego. Se, por exemplo, no setor de bens de capital, as empresas calcularem que o emprego passará de 3 milhões para 3,5 milhões de trabalhadores e que não se alterará o emprego no setor de bens de consumo, o equilíbrio de emprego passará para 8,5 milhões e não para um múltiplo desse valor, o mesmo sendo verdadeiro para a variação na renda. Se, neste caso, admitirmos que a cada unidade de emprego corresponde uma unidade de rendimento (Cr\$ 1) teremos que, em um primeiro momento, a renda será de 8 milhões de unidades monetárias (Cr\$ 8 milhões), passando para 8,5 milhões de unidades monetárias em um segundo momento (Cr\$ 8,5 milhões), de modo que a variação no gasto autônomo de Cr\$ 0,5 milhão corresponde a uma variação na renda de Cr\$ 0,5 milhão, sendo o multiplicador instantâneo igual a 1,0, isto é:

$$\text{mult.} = \frac{\Delta Y}{\Delta G \text{ autônomo}} = \frac{\text{Cr\$ } 0,5 \text{ milhão}}{\text{Cr\$ } 0,5 \text{ milhão}} = 1,0$$

Como estamos no domínio de grandezas imaginárias, a variação se dá instantaneamente, antes mesmo que os trabalhadores sejam empregados.

Suponhamos uma outra situação; que com o aumento de 3,0 para 3,5 milhões de empregados no setor de bens de capital, os empresários do setor de bens de consumo, prevendo um aumento de vendas, alterem sua produção para Cr\$ 6 milhões. A renda passará para Cr\$ 9,5 milhões, mas o multiplicador continuará sendo igual a 1,0, isto é:

$$\text{mult.} = \frac{\Delta Y}{(\Delta C + \Delta I)} = \frac{\text{Cr\$ } 1,5 \text{ m}}{\text{Cr\$ } 1,5 \text{ m}} = 1,0$$

Neste caso, assim como no anterior, a variação na renda e no emprego se deu antes mesmo que os 1,5 milhões de trabalhadores adicionais fossem empregados. É a teoria lógica do multiplicador, que está ligada à demanda efetiva e não à teoria do multiplicador estático. O próprio Keynes, apesar dos deslizes ao enunciar a teoria do multiplicador, procurou estabelecer a distinção entre o multiplicador lógico e o estático: "Geralmente, é necessário levar em conta o caso em que a iniciativa (de gastos) vem de um aumento imperfeitamente previsto da produção nas indústrias de bens de capital. É evidente que tal iniciativa não produz seu efeito total sobre o emprego, senão após a passagem de um certo período de tempo. Entretanto, debatendo a questão, verifiquei que esta constatação evidente dava lugar, muitas vezes, a uma certa confusão entre a teoria lógica do multiplicador, que se estabelece sem descontinuidade, sem demora, instantaneamente e os efeitos de uma expansão na indústria de bens de capital, efeitos que, submetidos a uma demora, se desenvolvem progressivamente, após a passagem de um certo intervalo de tempo." (Keynes, 1936, pp. 122-3).

A idéia exposta no trecho anterior significa o seguinte: mesmo que as previsões das empresas fossem perfeitas e lhes permitissem prever adequadamente todos os efeitos induzidos por um gasto autônomo, ao longo de vários anos (vamos supor que o efeito total de uma variação  $A$  nos gastos autônomos fosse  $10A$ ), não faria sentido as empresas distribuírem imediatamente uma receita de  $10A$ , mesmo porque o correspondente aumento na demanda se faria ao longo de vários períodos de tempo, o que seria explicado pelo multiplicador estático igual a  $10$ . A cadeia de gastos que se induziu é uma cadeia de rendas sucessivas. Assim, se as rendas de diversos anos estão efetivamente ligadas umas as outras, evidentemente não é possível projetar o conjunto de encadeamentos em apenas um só período

do, sem negar o objeto que se estuda. Neste caso, estaríamos eliminando o tempo, fazendo abstração dele nos fatos, além de estamos introduzindo a certeza absoluta na capacidade de previsão dos agentes econômicos.

Aliás, este processo foi analisado e criticado no Capítulo III deste trabalho, (item 5), onde o que se está chamando de teoria do multiplicador estático, chamou-se simplesmente de multiplicador keynesiano. No terceiro capítulo, verificamos que tal processo implica uma coordenação parcial, pois não inclui o mercado de trabalho, bem como implicaria uma coordenação parcial dos demais mercados a partir de uma autoridade central (a mesma coisa que previsibilidade perfeita).

Ainda no Capítulo III, observou-se que "tal processo não oferece nenhum mecanismo endógeno capaz de garantir que as quantidades produzidas sejam tais que possibilitem um novo nível de renda, que permita excessos de oferta de mercadoria e de demanda igual a 0 ..." o que implica "a introdução do agente ad hoc, que terá por função fixar um vetor do fluxo monetário, de comunicá-lo aos agentes, de registrar suas respostas e de fixar nesta base um novo vetor de fluxo. O 'tâtonnement' continuaria até que a 'autoridade central do mercado' constatasse que a resposta dos agentes faria aparecer uma coordenação compatível com o equilíbrio de circuito. Somente então as transações teriam lugar e os fluxos monetários seriam realizados. A interpretação acima introduz o comissário de Walras, fazendo com que ele fixe não mais os preços, mas as quantidades."

Através dos conceitos considerados nos itens 4 e 5, verificamos que o período de formação e gasto da renda é o período teórico da macroeconomia. Trata-se do período durante o qual um dado nível de renda global é criado e destruído pelos gastos. Assim, não pode referir-se a um conceito de equilíbrio, pois a renda e seu gasto são aspectos de um só processo de socialização das atividades econômicas. Desta forma, não se deve também interpretar o princípio da demanda efetiva como o efeito de uma situação de desequilíbrio, pois, como já foi discutido, o chamado desequilíbrio não é nada mais do que um processo de ajustamento e, portanto, de equilíbrio baseado nas quantidades e não nos preços.

Ainda de acordo com a interpretação apresentada, o período macroeconômico se abre com base na determinação do valor monetário da unidade de salário, o que tem como contrapartida a posição dominante do grupo que controla os recursos financeiros. As decisões destes, que envolvem a utilização do capital existente e/ou a acumulação de mais capital, levam à constituição de um tempo econômico estruturado através do processo de formação e gasto dos rendimentos.

Os empresários, ao tomarem suas decisões de gastos, não o fazem tendo como base uma demanda existente já formada, mas antecipam diretamente, através das funções preço de oferta global e demanda global, o valor dos gastos que lhes possibilitem auferir certa margem de lucro, determinando assim a demanda efetiva e portanto o emprego e a renda.

A condição da estruturação do período macroeconômico, tal como sugerido, é o acesso dos empresários aos recursos financeiros. Tal acesso, porém, tem um custo, a taxa de juros, que depende fundamentalmente do estado de previsões de longo prazo, o qual emerge convencionalmente daqueles que detêm a propriedade do dinheiro, ou que têm acesso às suas "fontes de produção".

Tal observação, de ordem geral, deve ser qualificada para mostrar que a taxa de juros na análise keynesiana não é um simples preço do serviço de um ativo de capital, que seria determinado simultaneamente com os demais preços de equilíbrio, mas, antes, é o conceito de uma relação social, expressão da propriedade capitalista, na medida em que seu uso ou sua cessão permite a apropriação pelo capitalista de uma parte da massa global dos lucros gerados no período.

Para chegar a tal conclusão, Keynes não podia aceitar o conceito tradicional, de que os juros são a remuneração da poupança e, portanto, de uma unidade adicional do capital, mas que seriam a expressão da avaliação da rentabilidade que os capitalistas fazem do estoque de ativos não-monetários da economia, sendo, portanto, a taxa de juros a norma de capitalização possível dos rendimentos. A fim de tornar mais clara a afirmação acima, veremos que Keynes inverte o raciocínio tradicional, tal como formulado na sua forma mais desenvolvida pela teoria austríaca do capital, especialmente por Bohm-Bawerk . Este, para explicar os juros, supõe que os indivíduos, ao se defrontarem com a alternativa de bens presentes e futuros, costumam superestimar os recursos presentes e subestimar as necessidades futuras, sendo a causa do primeiro costume a esta

perança e a do segundo a falta de imaginação e uma vontade fraca. Estas causas contribuem para aumentar a utilidade marginal dos bens presentes, em comparação com os bens futuros, do que decorre um agio para que se disponha a reduzir o consumo presente.

Uma terceira razão da existência dos juros seria de caráter técnico desde que se admita que para que os fatores originais de produção, trabalho e recursos naturais, aumentem sua produtividade, eles deverão ser usados de maneira mais indireta. Segundo Bohm-Bawerk, todo o progresso da civilização no aspecto técnico consiste na adoção de métodos mais indiretos ("Round about methods"). Assim, "a produção por processos indiretos cria procura de capital, pois são necessários meios de subsistência (diretamente ou em forma monetária) para manter os proprietários dos fatores durante o tempo a ser transcorrido antes que se possa dispor de bens de consumo novos (e mais abundantes). E a grande produtividade destes métodos 'capitalistas' de produção permite que se ofereça um preço capaz de superar o desconto do tempo entre bens presentes e futuros. Aqui temos, pois, uma explicação do porquê se deve e se pode pagar juros. E isso demonstra que os juros são um fenômeno 'natural', necessidade que nem sequer uma economia socialista poderá dispensar." (\*).

Keynes, no entanto, demonstrou que a taxa de juros é determinada de maneira diversa do simples mecanismo de igualação dos fluxos de poupança e investimento líquido. Assim, para ele, tais mecanismos não funcionam porque na determinação da taxa de juros operam forças que, quando comparadas com esse mercado, são abso

---

(\*) E. Bohm-Bawerk "The Positive Theory of Capital", 1923, citado por Eric Roll (Roll, 1977).

lutamente preponderantes, forças que, como se observou anteriormente, decorrem da avaliação da riqueza por parte dos próprios capitalistas, e das quais depende o próprio acesso dos produtores aos recursos monetários, condição base para se produzir em uma economia monetária.

Para mostrar como se dá a formação da taxa de juros, seguir-se-á de perto a interpretação de Shackle. Esta interpretação deriva de uma brilhante crítica de Townshend à incompreensão do pensamento de Keynes, especialmente por parte de Hicks, em seu artigo de 1937 (Hicks, 1937), que levou à formulação do modelo IS - LM. Townshend observa que:

"Dr. Hicks procura identificar a doutrina de Mr. Keynes, sobre a preferência da liquidez, com a idéia de que a taxa de juros é ainda um preço determinado pelas condições de oferta e procura na margem ou, mais precisamente, o preço de novos títulos de crédito ('new money loans') vendidos por dinheiro líquido ('free money'). No entanto, não parece que a doutrina de Mr. Keynes possa ser formulada em semelhantes termos; ao contrário, ela seguramente implica que a taxa de juros é uma variável independente no esquema da causação econômica. A taxa de juros - melhor considerada como uma simples função do preço monetário de um título de crédito não pagável à vista - não é casualmente determinada pelas condições de oferta e procura de novos empréstimos na margem. As funções de oferta e procura de novos empréstimos é que são determinadas pelo valor estabelecido pelo mercado para os títulos existentes (de tipo similar)." (Em "Liquidity Premium and the Theory of Value". Citado em Shackle, 1967, p. 246)



Na realidade, o engano da teoria vulgar dos juros consistia em tratar um mercado de títulos como se fosse determinado por fluxos e não por estoques. Embora neste mercado existam sempre fluxos em um sentido e outro, seus efeitos são desprezíveis no processo de mudança de preços, o que, evidentemente, não seria verdade para um mercado de bens perecíveis como, por exemplo, o de verduras frescas. Neste mercado, a troca de propriedade é essencial, pois se o ofertante não vender toda a sua produção, esta evidentemente se deteriorará, de tal maneira que o preço tenderá a se ajustar tanto aos volumes oferecidos como às condições de demanda. Com títulos, no entanto, o mesmo não ocorre, pois um acréscimo líquido de milhões em títulos pode se juntar aos bilhões correspondentes ao estoque existente. "Disto decorre que o preço dos títulos é inerentemente instável, pois depende quase que exclusivamente de conjeturas sobre seu próprio curso no futuro imediato. Acontecimentos, por exemplo, como a iminente obrigação de o Governo retirar uma parte do seu débito e substituí-la por outra, ou de tomar empréstimos longos a fim de consolidar a dívida flutuante não chegam a desempenhar o papel de forças que necessariamente elevam ou abaixam os preços dos títulos. No entanto, se se vier a saber que o Governo (ou alguma companhia muito grande) lançará um empréstimo, os seus termos serão antecipados, considerando-se a suposta disposição ou indisposição de o Governo criar uma grande quantidade de dinheiro novo. Se essas condições não correspondessem ao rendimento dos títulos existentes, é de se presumir que alguns dos possuidores destes os vendam ou, então, que aqueles que possuírem disponibilidade em dinheiro comprem os títulos existentes por um preço mais aproximado dos novos títulos. Assim, os preços de todos os títulos existentes serão afetados, embora somente uma pequena fração deles venha a passar para outras mãos." (Shackle, 1969, p. 101)

Desta maneira, pode-se afirmar que "o preço de alguma coisa que se guarda não é determinado pelo mesmo conjunto de idéias que determina o preço de alguma coisa que se vende, se compra ou se usa agora ou nunca. No caso deste último, o vulto do fluxo de mercadorias efêmeras domina o mercado; no caso do primeiro, o fluxo somente ocorre se o julgamento dos proprietários ou dos compradores em potencial das mercadorias em estoque se alterou em graus ou em direções diferentes." (Shackle, 1969, p. 102).

Assim, se considerarmos que em qualquer momento do tempo a massa de títulos e a massa de dinheiro devem ser possuídas por alguém, os preços dos títulos das ações e dos demais papéis existentes devem ajustar-se de tal maneira que seus detentores apareçam como detentores voluntários. Na medida em que esses ativos são detidos por razões especulativas e não por necessidades de fato imediatas, por exemplo, para efetuar pagamentos, as principais razões da manutenção desses ativos têm, de um lado, relação com seus rendimentos futuros, e, de outro, e talvez muito mais importante, relação com as alterações no preço monetário desses ativos que parecem iminentes. "O preço monetário do dinheiro é inalterável, mas o preço monetário dos títulos não o é e os títulos somente serão detidos pelos que supõem que seus preços tendem a crescer ou pelo menos a não decrescer consideravelmente. O dinheiro, dada sua propriedade de armazenar riqueza, será detido pelos que pensam que os preços monetários de outros valores estão prestes a cair. Aqueles que mantêm essa crença são denominados 'bears', na terminologia da bolsa de valores." (Shackle, 1969, p. 105). É evidente que os "bears" podem se transformar em "bulls" por um movimento suficiente dos preços dos títu

los e vice-versa (\*).

Desta forma, a taxa de juros de mercado depende da avaliação dos dois grupos de detentores do dinheiro e, portanto, da riqueza em sua forma mais desejada ("bulls e bears"), a respeito das possibilidades de ganho e perda de capital. A preferência pela liquidez é apenas um dos lados desse processo, que se manifesta, tal como Keynes observou no Capítulo XV da Teoria Geral, como o temor de uma perda de capital cujo risco não é coberto pela taxa de juros vigente. Assim, analisando a relação entre a taxa de juros e a demanda por saldos especulativos, Keynes observa que:

"Se o nível de  $r$ , que a opinião geral considera seguro, permanece invariável, cada baixa de  $r$  diminui a taxa de mercado em relação ao nível considerado seguro e, portanto, aumenta os riscos da iliquidez; em segundo lugar, cada baixa de  $r$  reduz os lucros correntes derivados da iliquidez, que está disponível como uma espécie de prêmio de seguro contra o risco de perda de capital, em quantidade igual à diferença entre os quadrados da taxa antiga de juros e da nova."

(Keynes, 1936, p. 202).

---

(\*) A crítica de que Keynes, para analisar o capitalismo, teria se deixado impressionar excessivamente pela Bolsa de Valores, Shackle procura responder que a análise da "General Theory" é absolutamente unitária e coerente, principalmente se considerarmos a teoria da preferência pela liquidez como expressa no Capítulo XV. Assim, entre os ativos não-monetários, "situam-se as ferramentas e equipamentos que podiam ser encomendados ..., e assim a preferência pela liquidez implica uma indisposição de executar num período suficientemente grande tempo essa atividade de investimento líquido ... A preferência pela liquidez não é somente o motivo de uma taxa de juros positiva, mas também uma expressão de uma (temporária) aversão pelo investimento." (Shackle, 1967, p. 196).

Ligando-se tal análise com o fato de que as decisões de investimento têm como função marcante transformar um tempo indeterminado em um tempo econômico estruturado pelo processo de formação e gasto dos rendimentos e, ainda, que tais decisões levam à constituição de um certo nível de demanda efetiva, e que decorrem não só das previsões dos empresários, mas do acesso que eventualmente tenham aos recursos financeiros, fica claro para Keynes que em certas situações uma economia monetária não pode realizar o nível de gasto e emprego capaz de adaptar-se à sua disponibilidade de recursos produtivos, a menos que tenha condições de superar a preferência pela liquidez. Daí a conclusão política que, segundo Keynes, deveria ser imposta: "nas condições em que não se conseguir, mediante certos incentivos, superar a preferência pela liquidez, a sociedade enquanto unidade política deve se substituir aos empresários na decisão de investir, na medida de suas possibilidades." (Keynes, 1936, p. 320).

Tal interpretação nos leva a precisar a visão de Keynes de uma economia monetária, isto é, de uma economia na qual a posse do dinheiro, enquanto fonte de rendimentos para seus proprietários, deve ser vista como um monopólio institucional, monopólio significando, neste contexto, um controle sobre a produção. A sociedade, por causa desse monopólio, exercido por um grupo social, que pode ser identificado como capitalistas, fica dependente, em termos de determinação do emprego e da produção, dos que controlam o dinheiro. Assim, as características do dinheiro e dos juros determinam, em algumas circunstâncias, a negação aos trabalhadores do acesso aos meios de produção, ou, na melhor das hipóteses, por uma distorção no processo produtivo.

Keynes é bastante explícito, no Capítulo XVI da Teoria Geral, a respeito do modo como podem ocorrer tais distorções. Argumenta, inicialmente, que "se a taxa de juros fosse zero, haveria um intervalo ótimo para qualquer artigo da do entre a data média do início de sua fabricação e a data de consumo, para o qual o custo em trabalho seria mínimo; um processo de produção mais curto seria tecnicamente menos eficiente, ao passo que um processo mais longo seria, também, menos eficiente, em virtude das despesas de armazenagem e de deterioração. Contudo, se a taxa estiver acima de zero, introduz-se um novo elemento de custo que aumenta com a duração do processo; desse modo, o intervalo ótimo se reduzirá e a fabricação corrente para entrega eventual do artigo terá de ser diminuída até que o preço provável tenha subido o suficiente para cobrir o aumento do custo - um custo que se elevará tanto pelos encargos do juro quanto pela menor eficiência do método abreviado de produção." (Keynes, 1936, p. 216).

7

A concepção de Keynes de taxa de juros como resultante das decisões dos detentores de ativos monetários, e não enquanto remuneração da poupança ou simplesmente dos serviços de um ativo de capital é confirmada pelos artigos posteriores à publicação da Teoria Geral, especialmente os de 1937. Nestes artigos Keynes procura mostrar o caráter essencialmente monetário do crédito e dos juros.

No artigo "Alternative Theories of The Rate of Interest" Keynes explica a Ohlin

que a interpretação dada por este, de que a taxa de juros determina as variações no desejo de os indivíduos suprirem crédito redundando na teoria clássica dos juros, que o próprio Professor Ohlin recusou. Assim, Keynes, observa "que a oferta líquida de crédito definida dessa maneira é exatamente a mesma coisa que o volume de poupança e que a conclusão é exatamente a da doutrina clássica ..., de que a quantidade de poupança depende da taxa de juros."

(Keynes, 1937a, p. 205). Observa ainda que tal afirmação nada tem a ver com a sua, de que a taxa de juros é, em sentido estrito, um fenômeno monetário "no sentido especial de que é a taxa de remuneração própria do dinheiro, isto é, que iguala as vantagens de manter a liquidez com as de um retorno futuro sobre a mesma quantia." (Keynes, 1937a, p. 206).

Ohlin não desconhece, assim como Keynes, que o investimento gerado é sempre "self-liquidating", isto é, em princípio gera sempre a poupança social correspondente. No entanto, "o investimento planejado, isto é, o investimento ex ante pode ter de assegurar sua previsão financeira antes que o investimento se realize, isto é, antes que a poupança correspondente tenha nascido. É, por assim dizer, como se um volume particular de poupança tivesse de ser separado ('earmarked') ao lado de um volume de investimento, antes que ambos tivessem ocorrido, ou seja, antes que fosse conhecido quem iria realizar aquele volume particular de poupança, por alguém que não iria realizar ele próprio tal poupança. Deve haver, portanto, uma técnica capaz de cobrir esta defasagem entre o tempo em que a decisão de investir é tomada e o tempo em que os correspondentes valores de poupança e investimentos realmente ocorrem." (Keynes, 1937a, p. 208).

Este tipo de demanda monetária não se inclui entre os três motivos classicamente apresentados por Keynes, tanto que ele observa que desde que tal demanda, "finance", "está sujeita a determinado tipo específico de flutuação, eu deveria (assim penso) ter enfatizado essa demanda, quando analisei as diversas fontes de demanda monetária. Ela pode ser considerada, por assim dizer, como um meio termo entre saldos ativos e inativos." (Keynes, 1937a, pp. 208 - 209).

Em outro artigo, de dezembro de 1937, "The 'Ex Ante' Theory of the Rate of Interest", Keynes estabeleceu que tal tipo de demanda é atendida por um fundo circulante: "no principal, o fluxo de novos financiamentos requeridos pelo investimento ex ante é fornecido pelos recursos financeiros liberados pelo investimento corrente ex post. Quando o fluxo de investimento encontra-se em uma senda de crescimento equilibrado ('steady rate'), de tal maneira que o fluxo de investimento ex ante é igual ao fluxo de investimento ex post, todo ele pode ser fornecido sem qualquer mudança na posição de liquidez. Mas, quando a taxa de investimento está-se alterando no sentido de que a taxa corrente de investimento ex ante não é igual à taxa de investimento ex post, o problema requer considerações adicionais." (Keynes, 1937b, pp. 219 - 220).

E continua Keynes: " mesmo que houvesse uma tendência para a poupança ex ante mudar na mesma direção e na mesma taxa que o investimento ex ante - como já consideramos -, isto apenas resolveria a questão na medida em que os poupadores ex ante estivessem preparados para esgotar seu 'caixa' no valor de sua poupança 'prospectiva'; e, embora a poupança ex ante possa ter alguma influência favorável na preferência pela liquidez, sem dúvida não pode ter influência

definitiva. De qualquer maneira, será apenas através de uma influência nas preferências correntes pela liquidez que a poupança ex ante pode ser considerada." (Keynes, 1937b, p. 220).

Se lembrarmos as considerações do Capítulo III do presente trabalho, sobre as condições artificiais que seriam exigidas por uma coordenação quase walrasiana das quantidades produzidas - para que a economia funcionasse em uma situação em que o investimento ex ante se igualasse aos investimentos ex post (caso de validade do multiplicador do gasto autônomo), poderemos concluir que a situação a que se refere Keynes nos artigos de 1937, isto é, da predominância do "finance motive" na determinação da taxa de juros é o caso geral, sendo o caso da igualdade ex ante entre investimento e poupança um caso muito especial.

Com base nos textos acima, pode-se dimensionar o exato sentido que o conceito de crédito tem para Keynes, isto é, o sentido dado pela necessidade de "finance". Sendo um fenômeno puramente monetário, não se relaciona com a poupança, "saving". Tanto que, ao mostrar que alguns economistas, como Ohlin, confundem as duas coisas, Keynes observa que: "Se por 'crédito' estamos nos referindo à demanda financeira ('finance'), não faço nenhuma objeção em admitir a demanda por finanças como um dos fatores que influenciam a taxa de juros." (Keynes, 1937a, p. 209). E, mais adiante, faz a importante observação: "Em grande parte, são as condições financeiras que regulam a trajetória do novo investimento. Alguns acham paradoxal que, até o nível de pleno emprego, nenhum volume de investimento real, por maior que seja, possa exceder e exau



rir a oferta de poupanças, a qual sempre o acompanhará. Isto é considerado paradoxal porque é confundido com a possibilidade de que uma pressão muito grande dos investimentos a serem realizados seja capaz de exaurir os recursos financeiros disponíveis, caso o sistema bancário esteja recalcitrante em aumentar a oferta de dinheiro e a oferta por parte dos detentores deste seja inelástica ... Mas, se o sistema bancário decide tornar disponíveis os recursos financeiros e o investimento projetado realmente tem lugar, será gerado o nível apropriado de rendimentos, que gerará um volume de poupança capaz de dar conta do novo investimento. O controle dos fluxos financeiros é, de fato, um método poderoso, embora algumas vezes perigoso, para regular a taxa de investimento (embora muito mais poderoso quando utilizado para controlar do que para estimular). Esta é ainda uma outra forma de expressar o poder dos bancos, através de seu controle sobre a oferta de moeda, isto é, da liquidez." (Keynes, 1937b, pp. 210 - 211).

Da mesma forma que Keynes, Schumpeter, ao mostrar a importância do crédito bancário, confirma o caráter essencialmente monetário do crédito produtivo. Schumpeter chama a atenção para o fato de que o sistema de crédito não é apenas uma forma de se substituir a moeda metálica, mas é a condição mesma de realização de um elevado volume de transações: "De certo os títulos de crédito determinam ser a moeda metálica menos utilizada do que o seria se as mesmas transações devessem processar-se apenas com a moeda metálica. Essas transações, entretanto, surgiram somente com o auxílio dos instrumentos de crédito, limitadas porém pela disponibilidade de moeda metálica; caso não houvesse crédito, não teria havido nenhuma economia de moeda." (Schumpeter,

1961, p. 261). Não há dúvida, contudo, de que "todos esses elementos ampliam o suprimento ao mercado financeiro e fazem cair os juros muito abaixo do nível que se apresentaria, caso estes não existissem." (Schumpeter, 1961, p.262).

Marx também chama a atenção para o fato de que o desenvolvimento de um sistema bancário é condição básica para a expansão de uma economia capitalista, enquanto realização concreta de uma economia monetária. Assim, "quando mais concentrado é o sistema bancário, menores são os fundos que cada produtor e comerciante devem manter como reserva para consumo gradual ou para investimento ou para compensar as perturbações na circulação do capital produtivo, etc. Os bancos têm, então, condições, dada a concentração de todas as formas de reservas do mundo dos negócios em um fundo semelhante a um tesouro comum, de emprestar dinheiro a uma taxa de juros inferior à que teria prevalecido em outras situações." Daí Marx observar que "toda a história da indústria moderna mostra que o metal é de fato requerido apenas para a compensação do comércio internacional, quando seu equilíbrio é perturbado momentaneamente, bastando, para isto, apenas que a produção nacional seja adequadamente organizada. Que o mercado interno não tem necessidade de nenhum metal agora (\*) é demonstrado pela suspensão dos pagamentos em dinheiro pelos assim chamados bancos nacionais, que recorrem a tal expediente quando casos extremos o requeiram como única solução." (Capital, vol. III, citado em Fan Hung, 1968, pp. 133 - 134).

Num comentário a Marx, Fan Hung admite, equivocadamente, a possibilidade de que,

---

(\*) Marx estava se referindo ao Bank Act de 1844.

mesmo em uma economia em crescimento, caso houvesse um planejamento que permitisse um inter-relacionamento perfeito entre as várias linhas de produção, de tal maneira que não ocorresse nenhuma interrupção entre os fluxos de pagamento da economia, seria possível substituir o dinheiro pelo crédito, quer como meio de compra, quer como meio de pagamentos. "Os títulos de crédito, portanto, assim como as notas bancárias não teriam condições de gerar nenhum juro para seus proprietários, de tal maneira que a taxa de juros seria zero."

(Fan Hung, 1968, p. 136).

Aceitar esta afirmação de Fan Hung implicaria o esquecimento das condições da produção capitalista de mercadorias. O crédito de produção (\*) possui natureza bastante diferente da formação de dívidas na circulação simples de mercadorias. Constituir um fundo de recursos monetários para financiar a produção é formar um capital monetário para efeito de empréstimo. Mas, este empréstimo não é um crédito garantido por mercadorias existentes, cuja circulação se procura acelerar, mas é antes um empenho sobre a produção futura, tal como se pôde inferir da Teoria do Investimento do Valor da Mbedá, desenvolvida a partir do Keynes do "Treatise". O empresário ou o capitalista industrial se compromete a pagar em um determinado prazo contratual o equivalente do dinheiro emprestado, aumentado de um ágio retirado do lucro esperado da venda dessa produção. De outro lado, a escala da formação do capital industrial, a duração da rotação, as modificações imprevistas das condições de produção e troca obrigam a centralização do dinheiro existente fora da circulação, através

---

(\*) Crédito de produção: expressão usada por Schumpeter para designar empréstimos realizados para fins produtivos, opondo-se, assim, ao que chama em empréstimos consumptivos.

de organismos capazes de centralizar diferentes tipos de crédito, isto é, o sistema bancário (\*).

Daí a observação de Suzanne de Brunhoff na linha da teoria acima mencionada: "A moeda de crédito, em princípio conversível, tem ..., segundo Marx, todos os caracteres de uma moeda, embora de início tenha-se desenvolvido como não-moeda. É por isso que o sistema de crédito conserva como base fundamental o sistema monetário, o qual ele substitui ... Enquanto houver produção de mercadorias haverá circulação de moeda, e se o crédito substitui a moeda é porque ele próprio tem características monetárias que podem manifestar-se brutalmente em períodos de crise ... Mesmo uma produção bem regulada não pode permitir a eliminação completa da moeda de crédito, se ela continuar a ser uma produção de mercadorias; os seus instrumentos de circulação tomam forçosamente o caráter da moeda." (Brunhoff, 1978, p. 90). "A monetização dos créditos pelos bancos, examinada até aqui no quadro da teoria monetária do crédito, traduz-se nos balanços bancários pela formação de uma parte dos passivos, onde figura a moeda escritural. Os bancos, no entanto, não são puros emissores de moeda de crédito, servindo a fins técnicos, mas também instituições capitalistas que se dedicam ao comércio de dinheiro e dispõem para esse fim de capital de empréstimo." (Brunhoff, 1978, p. 90).

---

(\*) É interessante notar a convergência neste ponto das concepções de Marx e Schumpeter, sobre os bancos como empresas capitalistas, e como o desenvolvimento do conceito de crédito bancário complementa a interpretação de Keynes do processo de transformação da moeda real quando é monetizado o crédito das empresas.

A análise final deste capítulo, que em seu início propunha elucidar a forma de integração do dinheiro em uma economia monetária, avançou para a análise de instituições capitalistas. Este procedimento, no entanto, é inevitável, uma vez que uma categoria econômica, mesmo que envolva uma abstração tal como o conceito de "fator de produção", remete a um contexto histórico específico. O próprio sentido de um conceito deve referir-se a outro conceito, de tal maneira que é inevitável não somente uma ascensão do mais abstrato ao mais concreto, mas também uma complementariedade e integração dos conceitos que conduzem ao concreto e ao histórico. Assim, embora não se constitua objetivo deste trabalho uma teorização sobre o capital ou sobre o capitalismo, tornou-se necessário ligar o conceito de economia monetária ao conceito de capital e de capitalismo.

A análise mostra ainda o dinheiro como a forma socialmente reconhecida da riqueza privada e como forma de coesão de uma sociedade de unidades produtivas independentes, tanto que o valor dos bens produzidos por um produtor privado não é reconhecido socialmente até que seja vendido por dinheiro. Dado que o dinheiro na análise de uma economia monetária exerce o comando não só sobre as formas de riquezas existentes, mas também, como o mostrou Keynes, sobre as futuras, através das expectativas sobre o retorno do investimento, este passa a ser valorizado enquanto capital e não apenas enquanto simples

instrumento de movimentação dos produtos existentes. O dinheiro, portanto, aparece como forma abstrata da riqueza, do ponto de vista das necessidades concretas da sociedade, porém como "uma forma de existência de capital", pela sua capacidade de gerar juros e lucros para seus proprietários, isto é, pela possibilidade de capitalizar seu valor.

## V - POLÍTICA MONETÁRIA E MONETARISMO

A realidade de uma economia monetária torna-se evidente através da observação das características do sistema monetário e creditício. Um dos pressupostos de nossa análise foi a existência de um sistema autônomo de crédito em relação aos valores a serem produzidos, isto é, os fatores produtivos são pagos com moeda nominal, à qual não corresponde, até o momento do pagamento, nenhum valor já criado. Pode-se dizer que as instituições de crédito, no caso dos bancos, antecipam a validação social das mercadorias que o empresário irá produzir. Tomando-se como base a circulação  $D-M-D'$ , isto significa que o banco que adianta  $D$  efetua uma antevalidação privada do trabalho privado. A validação social efetiva se produz quando  $M$  (produto) é vendido por  $D'$ . Torna-se claro que, se o crédito bancário alimentar antecipações de produção e de vendas incompatíveis com as normas de produção e de troca, as emissões bancárias não terão possibilidade de se concretizar como valores realizados, tendo origem assim as crises de crédito e as quebras tanto de unidades produtivas como de unidades financeiras, a menos que os bancos particulares tenham condições de saldar os empréstimos que contraíram, para realizar seus financiamentos, com suas próprias reservas metálicas, o que, na realidade, tem um limite bastante estreito.

Esta alternativa é a única em um sistema baseado na moeda metálica. Tal sistema, porém, é compatível apenas com uma circulação mercantil rudimentar. Assim, a base metálica, exceto durante períodos excepcionais (guerras ou revoluções), caracterizou o funcionamento das economias capitalistas, pelo menos

até a Primeira Grande Guerra. No entanto, a expansão do capitalismo e a predominância da forma de acumulação intensiva expulsaram a moeda metálica do espaço econômico nacional, passando então a circulação a fundamentar-se na emissão de uma moeda nacional de curso forçado, isto é, na prática estatal que impõe a aceitação social, sem restrição, dos bilhetes emitidos por um Banco Central. O mercado monetário deixou de ser o lugar de validação do dinheiro bancário privado, por referência a uma mercadoria universalmente aceita (ouro, prata, etc.), tendo-se tornado o lugar da unificação de todas as moedas bancárias, pela moeda central ou nacional.

Neste caso, ao contrário do que ocorria no sistema da moeda metálica, a crise de realização não se manifesta necessariamente como uma crise financeira, uma vez que, até certo limite, um banco privado tem condições de transformar sua moeda em moeda central. "A emissão destes bilhetes para converter a moeda privada representa uma validação social das antecipações privadas do banco e do empresário. De um lado, os bilhetes emitidos no sistema de curso forçado não são a expressão de uma mercadoria já produzida e, de outro lado, como antecipação direta de um produto futuro, representado pelos signos de moeda bancária, em caso de crise de realização, estes bilhetes não constituem mais do que uma 'pseuvalidação social' dos trabalhos privados." (Brunhoff, 1978, p. 63). A consequência deste processo é uma contínua perda de valor da moeda - tomando-se o ouro como padrão de referência -, que determina uma elevação geral dos preços, expressa em termos de moeda, passando assim a inflação, ao invés da crise financeira, a assumir a forma de crise de realização no padrão do curso forçado.



É importante que se insista neste ponto não apenas para serem explicadas as mudanças das formas como se apresentam as crises monetárias, mas também para mostrar o caráter capitalista do crédito produtivo nestas economias e a maneira pela qual, com a alteração do padrão monetário do metálico para o de curso forçado, alteram-se as possibilidades de interferência do Estado no funcionamento do sistema.

Porém, tanto no sistema de moeda fracionada como no de moeda centralizada, o valor produzido apenas será confirmado universalmente pela circulação mercantil que integra as mercadorias produzidas pelo trabalho social distribuído nas diferentes unidades produzidas; no entanto, as conseqüências da não-validação desse valor serão diferentes dependendo do padrão monetário adotado.

No primeiro caso, o poder de compra da moeda tem um caráter potencial que se confirma socialmente ou não de acordo com a capacidade de o sistema bancário validar os créditos concedidos, confirmando-os como equivalente geral. Na impossibilidade, a crise se manifesta por prejuízos do sistema bancário, por quebras financeiras e por desemprego. Em outras palavras, o risco localiza-se diretamente no setor empresarial ou capitalista da produção. No caso da moeda central de curso monetário forçado, tais riscos podem ser diferidos, o que permite estendê-los aos setores externos ao setor capitalista, mediante a desvalorização da moeda nacional. Isto porque, como já foi observado, a moeda bancária apresenta poder de compra efetivo (e não apenas potencial) desde o pagamento dos salários, embora do ponto de vista do valor ocorra apenas uma pseudovalidação.

Assim, quantitativamente, é a realização do conjunto do valor criado que decidirá a transformação do valor em rendimentos e que determinará, portanto, a expressão monetária de tal valor. Examinemos de maneira mais precisa este processo, considerando o processo de realização nos dois padrões monetários diversos. A circulação das moedas bancárias privadas, desde que leve consigo os rendimentos correspondentes às diferentes fases do gasto social, provoca depósitos de moedas do banco  $x$  no banco  $y$  e inversamente sem que ocorra compensação. Assim, se o banco  $y$  detém um crédito sobre  $x$ , e o banco  $x$  não possui condições para liquidar esta dívida em moeda  $y$  (pois, por hipótese, não há compensação), pode suceder que o banco  $y$  conceda um crédito a  $x$ , isto é, transfira para uma data posterior a solução do débito. Suponhamos, no entanto, que, em função de expectativas frustradas em relação à formação da renda, esta concessão de crédito não seja possível porque o banco  $y$  tem que atender seus próprios compromissos. Em uma situação de moeda metálica, haverá uma crise financeira que destruirá o caráter monetário dos signos de crédito. Ora, tal crise, como já foi demonstrado historicamente, coloca em perigo o próprio capitalismo, pois a moeda bancária privada de  $x$ ,  $y$ , etc. deixa de ter condições de circular como suporte dos rendimentos e da massa de salários, de cuja formação depende o próprio funcionamento do sistema. Ocorre que a solvência do sistema bancário, no entanto, pode ser mantida se suas dívidas puderem ser cobertas em uma moeda que é a moeda emitida pelo Banco Central. Tal moeda é um crédito que o Banco Central emite contra si mesmo, daí o motivo pelo qual esta moeda, para ser aceita, deve ser

legalmente revestida de obrigatoriedade social (\*).

Esta discussão permite-nos perceber que a moeda realiza sua essência de não-mercadoria (lembramos que a preocupação de Keynes era definir a moeda como não-mercadoria), quando, na circulação, deixa de materializar qualquer tipo de valor específico; no padrão da conversibilidade manifestava-se sempre uma referência material ao ouro ou à prata. Desta maneira, o desenvolvimento do sistema monetário para um sistema de moeda central permite ao capital superar os limites da circulação mercantil, que se manifesta através dos problemas decorrentes da validação de moedas privadas de crédito, como também possibilita ao Estado administrar a moeda, dando uma nova forma monetária à crise capitalista de realização.

Além disso, tal alteração apresenta-se como a condição necessária para que o Estado realize o restante das intervenções capazes de impedir uma crise de liquidez ou de deflação de débitos. Estas intervenções se inscrevem, basicamente, no campo da chamada política fiscal, isto é, constituem aquelas medidas que, através da manutenção do poder aquisitivo dos assalariados e da realização dos gastos públicos, possuem condições para impedir uma depressão irreversível da eficiência marginal do capital. Como observa Suzanne de Brunhoff: "através das reformas relativas aos seguros sociais, ao papel do sindicato, à fixação do salário mínimo e à duração máxima do trabalho, o estatuto da força de trabalho modificou-se ... Os salários indiretos ou diferen

---

(\*) É neste sentido que se mencionou este processo como pseudovalidação do valor, uma vez que uma validação efetiva através da circulação mercantil (processo de compra e venda) pode ocorrer ou não.

ciados asseguram a manutenção dos desempregados, dos doentes, que recebem renda e gastam, mesmo que provisoriamente não estejam trabalhando. O desempregado que gasta sem trabalhar ... não realiza apenas a utilização de uma poupança anteriormente ou simultaneamente constituída: ele antecipa uma validação ulterior à sua força de trabalho provisoriamente 'desmonetizada'. A moeda de crédito desempenha o papel principal como poder de compra que circula. Do mesmo modo que o laço entre o valor da força de trabalho e o salário direto, 'monetizador' deste valor, se afrouxa, assim também a relação entre créditos e moeda mercadoria se distende, o que é expresso na política do curso forçado." (Brunhoff, 1977, pp. 124-125).

1

A intervenção do Estado validando as moedas escriturais privadas, de modo a manter o funcionamento do circuito produtivo, pode constituir um elemento de grande importância como suporte da acumulação capitalista. Isto confere à política monetária um papel muito mais relevante do que o suposto pela visão monetarista moderna, a qual, em última instância, atribui àquela um papel meramente permissivo. Em outras palavras, segundo ela, o estoque monetário deve adaptar-se passivamente a uma certa taxa natural de crescimento da economia ou, ainda, em condições de crescimento acompanhada com elevadas taxas inflacionárias, deverá funcionar como um teto para a expansão da renda nominal, o que, segundo os monetaristas, se daria mediante uma diminuição da taxa de crescimento dos preços.

Tal interpretação decorre de se considerar o dinheiro apenas como mais uma mercadoria no sistema econômico, de tal maneira que este, funcionando como uma simples economia de trocas monetizada, a longo prazo se adaptaria à restrição na oferta de uma de suas mercadorias, com a única consequência de sofrer redução nos preços destas, ou melhor, uma unidade monetária passaria a valer uma quantidade maior de qualquer uma das  $n-1$  outras mercadorias.

Daf a observação de Milton Friedman de que "nós aceitamos a suposição da teoria quantitativa e pensamos que tal suposição está baseada na evidência que examinamos, isto é, a de que mudanças nas quantidades de dinheiro, a longo prazo, têm um efeito irrisório na renda real, de tal maneira que as forças não-monetárias são tudo o que importa para as mudanças na renda real ao longo de décadas, e que o dinheiro não importa. Por outro lado, consideramos a quantidade de dinheiro essencialmente tudo o que importa para a determinação a longo prazo da renda nominal. O nível de preços é então uma consequência simultânea de forças monetárias determinando a renda nominal, enquanto forças reais determinam a renda real." (Friedman, 1970, p. 27).

Dada esta posição paradoxal, de uma teoria que procura chamar a atenção para o fato de que "money matters", serão discutidos os fundamentos e as consequências de tal visão, procurando-se mostrar inicialmente que se é adequada a crítica monetarista aos keynesianos convencionais, tal crítica, no entanto, não se aplica a Keynes. Posteriormente, será questionada a validade daquela posição em termos empíricos e teóricos, para finalmente concluir-se que a proposta monetarista tem implícito o não-reconhecimento do caráter monetário da economia capitalista.

Como se procurou mostrar no capítulo anterior, o reconhecimento da função do dinheiro no processo de acumulação está explícito na obra de Keynes, especialmente nos artigos posteriores à publicação da Teoria Geral. A importância do que então Keynes chamou de "finance motive" fica clara na observação de que "um excesso de finanças requerido pela produção ex ante ..., em relação aos recursos financeiros gerados pela produção corrente ex post, levará a um aumento na taxa de juros ... Assim, eu não deveria ter previamente descuidado deste ponto desde que ele constitui uma pedra angular da teoria monetária da taxa de juros." (Keynes, 1937 b, p. 220).

Este ponto é fundamental na medida em que torna clara a possibilidade de efetivação de gastos por parte de um grupo social, independente e antes de este grupo ter obtido rendimentos correspondentes. Assim, qualquer aumento nos gastos ex ante criará um "congestionamento" no mercado monetário e "inibirá tal aumento independentemente de quanto poupe o público ... Se não houver mudança na liquidez, o público pode poupar ex ante, ex post ou 'ex qualquer coisa', até ficar lívido ('blue in the face'), sem minorar o problema ... O mercado de investimento pode ficar congestionado através de um racionamento de dinheiro. No entanto, jamais poderá ficar congestionado por falta de poupança. Esta é a mais fundamental de minhas conclusões neste campo." (Keynes, 1937b, p. 222).

Desta maneira, fica claro que a hipótese de que a demanda monetária transaccional, enquanto simples função da renda, tal como expressa nas funções IS - LM

convencionais, é uma simplificação grosseira do pensamento de Keynes. Daí a observação de Paul Davidson de que "a introdução do motivo finanças ('finance') requer que se relacione a demanda transacional às propensões planejadas, contratuais, ou esperadas durante o período, isto é, a uma função da demanda agregada planejada por bens ... a qual, por sua vez, é parcialmente exógena e parcialmente uma função do nível de renda." (Davidson, 1972, p. 166).

Podemos admitir, assim, a validade da crítica de Harry Johnson à simplificação do pensamento keynesiano. Segundo Johnson, "em um contexto dinâmico, a teoria dos fundos disponíveis ('loanable funds') faz mais sentido do que a mal definida teoria baseada na demanda transacional ; e a contínua resistência dos keynesianos em admitir tal fato - evidente na sua defesa da proposição de que um aumento na propensão a poupar reduz a taxa de juros apenas mediante a redução do nível da renda - se deve antes à sua engenhosidade do que a seu espírito científico." (Johnson, 1961, p. 7).

Em termos do modelo IS - LM, o reconhecimento da existência do "finance motive" implica o reconhecimento de que os parâmetros dessas funções não são independentes, isto é, os parâmetros da função de gasto planejado são também parâmetros da função de demanda monetária, o que significa que IS e LM são funções interdependentes e, portanto, que não existe uma separação entre os chamados setores real e monetário.

Tal argumento torna-se mais claro quando expresso graficamente na Figura 1.

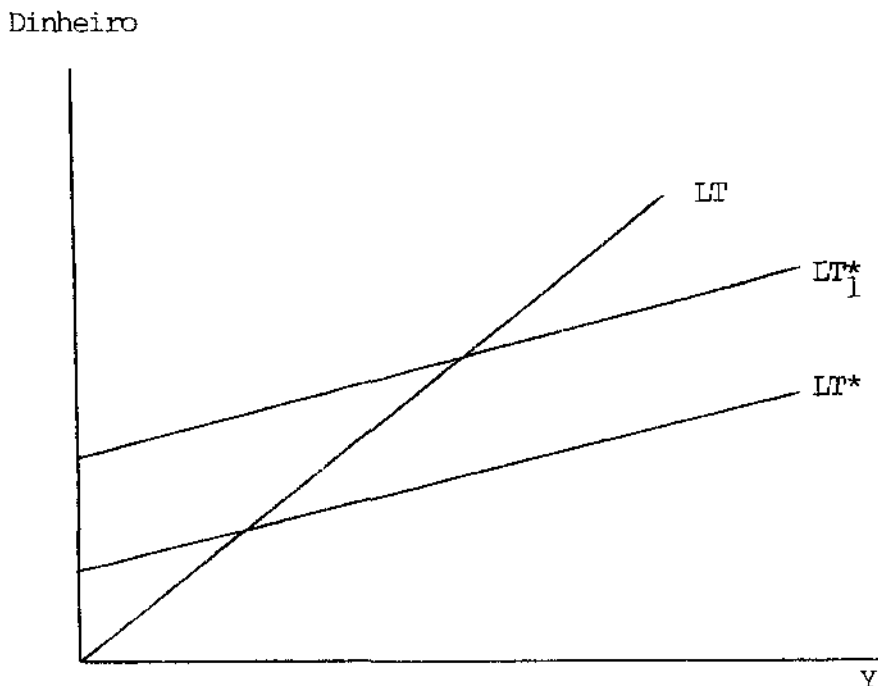


FIGURA 1

Na concepção dos keynesianos neoclássicos (ou keynesianos "bastardos") a função de demanda transacional ( $LT$ ) tem origem na intersecção dos eixos horizontal e vertical, sendo  $LT$  função apenas da renda realizada. Na visão de Keynes, porém, a demanda transacional é uma fração da demanda planejada por bens a cada nível de renda, o que significa que é representada como uma intersecção do eixo vertical. Desta maneira, se os consumidores ou investidores aumentarem seus gastos autônomos (desde que tenham condições de gastar mais do que sua renda corrente), provocarão simultaneamente um deslocamento para cima da função  $LT^*$ , digamos para  $LT^*_1$ .

Desta maneira, toda vez que ocorrer um aumento no consumo ou no gasto planejado, ou mesmo no gasto governamental, haverá um aumento na demanda monetária por duas razões: a) um deslocamento da função  $LT^*$  para cima; b) um mo



vimento ao longo de  $LT^*$  na medida em que a renda aumenta. Neste caso,  
a) determina a pressão inicial na taxa de juros.

3

É possível associar o sucesso dos monetaristas, especialmente de Milton Friedman, ao fato de haverem percebido a mencionada limitação da análise de Hicks-Hansen, basicamente o fato de esta desenvolver a análise da produção (o chamado lado real), abstraindo todo e qualquer aspecto monetário. Assim, o lema dos neoquantitativistas de Chicago "money matters" é perfeitamente válido em relação ao keynesianismo "bastardo", porém perfeitamente injustificado em relação a Keynes. De outro lado, os monetaristas, ao desenvolverem sua análise de maneira ainda mais radical que os keynesianos "bastardos", acabaram por dissolver a realidade do dinheiro, tal como aparece na análise de uma economia monetária, em um mundo de mercadorias e/ou ativos - da mesma forma que na análise quantitativa clássica ou no quantitativismo de Don Patinkin -, tirando daí implicações mais radicais ainda em relação à natureza da política econômica e, de modo mais amplo, em relação à própria natureza de economia capitalista.

O ressurgimento do quantitativismo, de acordo com a justificativa de Friedman, deveu-se a dois importantes fatos: um de ordem prática e outro de ordem acadêmica. Segundo este autor, sob a influência das idéias keynesianas, um grande número de países seguiu uma política de dinheiro fácil e de juros baixos a fim de estimular, ainda que de forma suave, o investimento, considerara

do como elemento necessário para compensar a insuficiência de demanda, então temida universalmente. Ainda segundo Friedman, tal política acarretou intensificação das pressões inflacionárias, que só chegaram a um fim quando foram tomadas as medidas consideradas ortodoxas para restringir o crescimento no estoque monetário. Isto sucedeu na Itália, em agosto de 1947, na Alemanha, em junho de 1948, nos Estados Unidos, em março de 1951, etc. (Friedman, 1968, p. 50).

Em segundo lugar, observa ainda o economista de Chicago, "ocorreu um desenvolvimento na 'teoria econômica' (sic), especialmente em função da análise do chamado efeito dos encaixes reais, como um canal através do qual mudanças nos preços e nas quantidades de dinheiro poderiam afetar a renda, mesmo quando o investimento e o consumo fossem insensíveis a mudanças nas taxas de juros ou quando a absoluta preferência pela liquidez impedisse alterações nas taxas de juros. Outro tipo de reformulação enfatiza o papel do dinheiro como um ativo e trata a demanda por dinheiro como parte da teoria do capital e da riqueza, enquanto parte da composição de portfólio." (Friedman, 1968, pp. 50 - 51).

Na verdade, todas essas alterações conceituais, ainda segundo a argumentação de Milton Friedman, "visavam conjuntamente à posição de Keynes e principalmente à de seus discípulos, pois Keynes, embora considerasse a absoluta preferência pela liquidez como um caso limite ..., considerava, no entanto, a taxa de juros como não estando muito acima daquela situação e assim tratava a velocidade como se na prática seu comportamento se aproximasse frequente

mente daquele que prevaleceria no caso limite." (Friedman, 1968, p. 49). Quanto aos discípulos, estes teriam ido mais longe ainda do que Keynes, pois estavam prontos a aceitar a preferência absoluta pela liquidez como um caso geral e, se tal não ocorresse, a admitir que mudanças na quantidade de dinheiro afetariam apenas as taxas de juros dos títulos de renda fixa ('bonds') e que mudanças nesta taxa de juros, por sua vez, teriam efeito desprezível. Argumentavam que tanto os gastos de consumo como os de investimento eram praticamente insensíveis a mudanças nas taxas de juros, de tal modo que a uma mudança em  $M$  corresponderia uma mudança oposta e compensatória em  $V$  ... deixando  $P$  e  $Y$  inalterados. Em essência, tal argumento consiste na afirmação de que apenas os títulos são substitutos para os ativos monetários - enquanto os ativos reais nunca o seriam.

(Friedman, 1968, p. 49).

Desta maneira, "todos os problemas levantados em relação à teoria quantitativa são fundamentalmente empíricos antes de serem teóricos ... ou ... para expor o problema de forma mais diretamente observável: até que ponto é um fato que a velocidade é um valor altamente instável e imprevisível, que varia geralmente em direção oposta à quantidade de dinheiro." (Friedman, 1968, pp. 49 - 50).

Assim, o argumento de Friedman de que "a política monetária (variação da quantidade de dinheiro) opera através de uma complicada reestruturação de esquemas de ativos, tão complicada que não se pode refazer o caminho determinado que segue, mas sim descobrir certa relação entre a mudança na quantidade de dinheiro e as mudanças na renda ... O ponto de vista de Friedman é

que todo este processo é tão difícil de percorrer que seria necessário pro  
ceder, de modo contrário, pelo caminho direto do dinheiro à renda, utilizando a prop  
osição de que existe uma relação estável entre a renda e o di  
neiro." (H.J. Johnson, 1965, p. 52).

Deste modo, partindo-se da observação de Friedman, a respeito do caráter em  
pírico da questão, e da observação de Harry Johnson, que é sem dúvida per  
tinente, poderemos entender que a principal preocupação de Friedman seria a  
de avaliar empiricamente as relações entre a variação da quantidade de di  
neiro e variação da renda, para só então formular uma teoria dessa rela  
ção (\*).

A partir da proposta acima definida, era natural que o objetivo de Friedman  
fosse o de justificar empiricamente a existência de uma estreita relação en  
tre as variações do estoque monetário e da renda monetária, o que, expresso  
em termos de velocidade, significaria constância desse valor. Entretanto, a  
maioria dos estudos econométricos realizados até então mostrava que a veloci  
dade e a renda moviam-se na mesma direção ao longo do ciclo econômico e que  
o principal determinante das variações observadas na velocidade em tais es  
tudos tinha sido a taxa de juros.

Assim, de acordo com Latané, a elasticidade juros da demanda monetária para  
o período 1919-52 seria de (-0,70) e para o período 1908-58 de (-0,89); para  
Stedry, no período 1919-55, teria sido de (-0,62). Em tais estudos, "o coefi

---

(\*) Esta "demarche" está perfeitamente de acordo com a filosofia de Friedman  
sobre a natureza da Teoria Econômica, tal como exposta no seu clássico  
artigo "The methodology of Positive Economics". In: "Essays in Positive  
Economics", University of Chicago Press, 1948.

ciente estatisticamente estimado apresenta o sinal esperado, cada coeficiente sendo estatisticamente significativo. A maioria destes estudos supõe a elasticidade renda da demanda monetária igual à unidade - a mesma elasticidade suposta no modelo clássico. Assim, esses estudos mostram que há forte evidência a favor de uma demanda monetária elástica em relação à taxa de juros, dada a hipótese clássica da elasticidade renda unitária." (Teigen, 1965, p. 52). Friedman, no entanto, se propôs a mostrar que seria possível chegar a outros valores para a elasticidade renda da demanda monetária. De acordo com suas estimativas, segundo seu artigo de 1959 (Friedman, 1959), um aumento de 1,0% na renda real estaria associado a um aumento de 1,8% nos ativos monetários, o que implicaria uma redução da velocidade em 0,8%, e que, portanto, a elasticidade renda da demanda monetária seria maior que 1,0, isto é, 1,8.

A discrepância entre estes valores e os anteriormente observados deveria ser atribuída, segundo Friedman, ao fato de ele haver utilizado na sua mensuração variações seculares, tanto para a determinação das variações da renda como do estoque de moeda real; e que são estas variações que importam, pois refletem variações na "renda permanente", conceito que deve ser introduzido na análise, dado que os detentores de ativos monetários determinam seu quantum à luz de sua renda de longo prazo e não de seus rendimentos correntes.

Assim, no longo prazo, quando as flutuações da renda tendem a se compensar, a renda corrente é um bom substituto para a "renda permanente", constituindo boa estimativa para a demanda monetária; porém, no curto prazo, a renda corren

te superestima as variações da "renda permanente", levando a um dimensionamento inadequado do valor real da demanda monetária. Diante disto, se mudanças na velocidade puderem ser explicadas por mudanças na "renda permanente", sobrarão muito pouco para ser explicado em termos de variações nas taxas de juros. Assim, a introdução do conceito de "renda permanente" permite explicar por que:

- a) a velocidade varia procíclicamente sem se recorrer a taxa de juros;
- b) o multiplicador monetário de curto prazo, isto é,  $\Delta Y/\Delta M$ , é tão elevado;
- c) em última instância, a velocidade de circulação da moeda é a variável chave em macroeconomia e a oferta monetária a variável crucial de política econômica. (Morgan, 1978, p. 81).

Tendo-se desembaraçado, pelo menos em um primeiro momento, das constatações empíricas da existência de uma demanda monetária elástica à taxa de juros, Friedman propõe uma teoria da demanda monetária que implica colocar o dinheiro na mesma categoria dos demais ativos econômicos, físicos ou financeiros. Assim, ele expressa a demanda por encaixes monetários reais pela seguinte função:

$$\frac{M}{P} = f \left[ r_b, r_e, \left( \frac{1}{P} \right) \left( \frac{dp}{dt} \right), h, y \right]$$

sendo,  $r_b$  e  $r_e$  as taxas esperadas de retorno sobre títulos de renda fixa e sobre ações  $\left( \frac{1}{P} \right) \left( \frac{dp}{dt} \right)$  a taxa esperada de inflação (o retorno sobre o dinheiro):  $h$ , o chamado capital humano, como fração da riqueza não humana, que a curto prazo poderá ser considerada uma constante, e  $y$  a renda permanente, sendo esta também uma proxy para a riqueza. O retorno sobre o dinheiro apre

sentado pela expressão  $\left(\frac{1}{p}\right)\left(\frac{dp}{dt}\right)$  é inversamente proporcional à taxa de inflação esperada.

A formulação acima na verdade difere fundamentalmente da demanda monetária keynesiana generalizada, expressa por  $\frac{M}{p} = L(r, Y)$ . De maneira superficial poderia parecer que se na fórmula monetarista os  $r$  se apresentam como as taxas de retorno sobre diferentes formas de ativos e assim como o custo de oportunidade da liquidez, a diferença básica da formulação monetarista em relação à keynesiana seria uma maior atenção dada pelos monetaristas ao problema da riqueza. Entretanto, há uma diferença de natureza e não apenas de grau entre as duas formulações: a ênfase sobre a riqueza tem consequências fundamentais para a importância que os monetaristas atribuem a cada argumento da função demanda e torna muito clara a diferença básica entre essa formulação e a inspirada em Keynes.

Dáí Friedman "considerar o dinheiro como um dos diferentes ativos, ao lado de títulos de rendimento fixo ('bonds'), ações, casas, bens de consumo durável, etc." (Friedman, 1956). Desta constatação pode-se inferir que um excesso de demanda monetária será eliminado pela venda de uma ampla gama de ativos, tais como ações e bens de consumo durável e um excesso de oferta monetária será seguido pela aquisição do mesmo conjunto de ativos. Assim, de um baixo grau de "substitubilidade" entre ativos financeiros decorre a hipótese de uma baixa elasticidade - juros da demanda monetária.

Tal processo de ajustamento está expresso claramente na observação de que:

" A ênfase no papel do dinheiro como um dos componentes da riqueza é importante por causa das variáveis para a qual tal ênfase chama a atenção. É importante também por suas implicações no processo de ajustamento a uma diferença entre o estoque monetário atual e o desejado. Qualquer discrepância entre esses valores é uma perturbação no equilíbrio de portfólio. Assim, este pode ser corrigido de duas maneiras: ou por um rearranjo dos débitos e créditos através da compra e venda de títulos e pela tomada ou concessão de empréstimos, ou pelo uso dos fluxos correntes de renda ou de gastos para aumentar ou reduzir débitos ou créditos. A análise keynesiana da 'preferência pela liquidez' ressaltava o primeiro mecanismo e, na sua forma mais rígida, apenas uma forma de rearranjo, isto é, entre dinheiro e títulos de crédito. A teoria quantitativa clássica ressaltava o segundo, com a quase total exclusão do primeiro. A reformulação desta teoria ressaltava os dois tipos de mecanismo." (Friedman, 1968, pp. 54 - 55).

A importância desta distinção pode ser ilustrada pelo ajustamento representado nos gráficos a seguir, Figura 2, apresentados por Morgan (Morgan, 1978, p. 77).



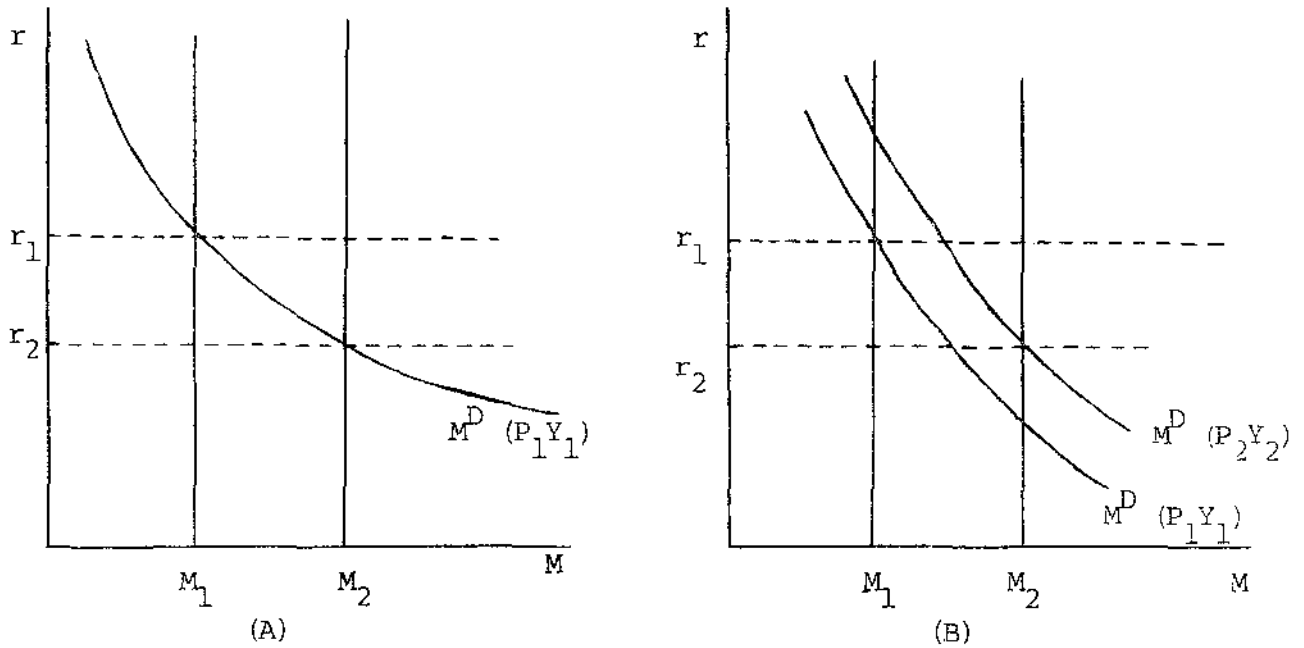


Figura 2

O Gráfico A representa o processo de ajustamento predito pelos keynesianos, ou melhor, pelos keynesianos-neoclássicos: se ocorrer um aumento na oferta monetária de  $M_1$  para  $M_2$ , os agentes econômicos comprarão ativos financeiros com o excesso de dinheiro, elevando o preço destes e reduzindo a taxa de juros ( $r$ ). O ponto essencial dessa análise é que se a demanda monetária for elástica a variações nas taxas de juros, apenas pequenas variações destas serão necessárias para reestabelecer o equilíbrio quando ocorrer uma variação de  $M$ , o que justifica a predição de que pequena será também a variação no investimento e, portanto, na renda e na produção de bens e serviços. Em consequência, justifica também a afirmação de que o controle da oferta monetária não é importante como instrumento de política econômica.

O Gráfico B ilustra o mecanismo de ajustamento defendido pelos monetaristas.

Uma elevação em  $M$ , de  $M_1$  para  $M_2$ , levará os agentes econômicos a reduzir seus ativos monetários, substituindo-os por ativos físicos e, portanto, aumentando seus gastos em bens e serviços bem como substituindo-os por ativos financeiros. Em função deste mecanismo, os monetaristas presumem a existência de uma curva de demanda monetária inelástica à taxa de juros, tal como representada em B, e o seu deslocamento concomitante com a variação de  $M$ , pois a um  $Y$  mais elevado corresponderá também um nível mais elevado de demanda monetária. Desta maneira, um elemento fundamental para o argumento monetarista envolve a apresentação de uma justificação empírica ou estatística de uma estreita ligação entre a oferta monetária e a renda nominal, e a implícita negação de um efetivo efeito substituição entre o dinheiro e outros ativos financeiros, de tal modo que o efeito renda passa a ser considerado dominante em relação ao efeito substituição.

A confirmação de tal hipótese ressaltaria a importância da oferta monetária como variável determinante do mecanismo de ajustamento do sistema econômico, de tal maneira que seu controle efetivo pelas autoridades monetárias significaria o efetivo controle da economia através da regulação do nível de gastos dos agentes econômicos.

No entanto, os próprios monetaristas, através do trabalho de Friedman e Schwartz (Friedman e Schwartz, 1963), reconheceram que há uma defasagem temporal entre variações no estoque monetário e variações na renda monetária, e que tais defasagens são longas e muito variáveis, de tal maneira que, embora firmemente correlacionadas no longo prazo, no curto prazo são muito difíceis de serem preditas. Por causa disto os monetaristas insistem

em que a política monetária não pode ser utilizada de maneira precisa para contrabalançar flutuações de curto prazo na atividade econômica, o que poderia trazer ainda maior instabilidade ao sistema econômico. Daí admitirem que as autoridades monetárias devem ter uma atitude bastante cética em relação à sua capacidade de estabelecer um "fine-tuning" em sua política econômica, e que a única maneira de se evitar a instabilidade seria mediante uma política de crescimento do estoque monetário a uma taxa igual à do crescimento da capacidade produtiva. O mesmo raciocínio seria válido para a aplicação de políticas fiscais, cujo efeito também estaria sujeito a longas e variáveis defasagens temporais, com a agravante, em certos casos, de congestionar ("crowd-out") o mercado financeiro, deslocando gastos privados, especialmente aqueles sensíveis a variações da taxa de juros.

Obviamente, a validade da recomendação monetarista depende da verificação de suas hipóteses, de que existe uma relação de causalidade inequívoca entre variação da oferta monetária e variação da renda nominal, de tal maneira que se se verificasse uma causalidade inversa, a manutenção de uma regra fixa para o crescimento daquela poderia trazer conseqüências opostas, em termos de estabilidade econômica, às previstas pelas hipóteses monetaristas. E como esta hipótese, por razões já anteriormente mencionadas, baseia-se em verificações de natureza empírica, pode-se contra-argumentar que alguns resultados estatísticos que mostram uma elevada correlação entre variações na oferta monetária e variações na renda monetária são consistentes também com a hipótese de que a oferta monetária é uma variável pelo menos parcialmente endógena, isto é, que varia em função das necessidades

transacionais da economia, decorrentes de variações no nível da renda.

Assim é que estudos como o de Teigen (Teigen, 1964) mostram que a oferta monetária responde positivamente a mudanças nas taxas de juros. Deste modo, o sistema monetário pode responder às necessidades dos negócios, de tal maneira que, na medida em que as perspectivas de investimentos tornam-se mais favoráveis, a demanda por financiamento aumenta e os bancos expandem a oferta monetária. Este aumento, embora possa ser efetuado sem o amparo das autoridades monetárias, muitas vezes conta com seu apoio; estas autoridades, por razões ligadas à administração da dívida, procuram evitar elevações acentuadas nas taxas de juros.

Em consequência, a oferta monetária sendo endógena, torna-se possível uma interpretação alternativa das séries temporais. Por exemplo, vamos supor que um aumento nos gastos de investimentos leve a uma elevação no nível da renda e, daí, a um aumento na demanda monetária. Para evitar a pressão nas taxas de juros, as autoridades monetárias permitem que a oferta monetária aumente; e se a demanda monetária for sensível à taxa de juros, então apenas uma pequena elevação na oferta monetária será suficiente para manter as taxas de juros estáveis. Assim, uma interpretação histórica de tais dados poderia associar mudanças relativamente grandes na renda com reduzidas variações na oferta monetária, isto é, um elevado multiplicador monetário, porém uma causação inversa à suposta por Friedman. (Morgan, 1978, p. 92).

Na verdade, a admissão da endogeneidade da oferta monetária torna desnecessária a introdução do conceito de "renda permanente", simplesmente porque o

elevado multiplicador monetário pode ser o resultado de uma correlação es  
púria entre  $M$  e  $Y$ . Além disso, a alejada estabilidade da velocidade no  
longo prazo também pode ser explicada, em termos de uma resposta endógena  
da oferta monetária, sem referência à renda permanente.

"Uma razão estável entre renda monetária e estoque monetário será observ  
ada no longo prazo se as autoridades ajustarem continuamente o estoque  
monetário a alterações anteriores na renda monetária. No curto prazo, o  
movimento pró-cíclico desta razão pode ser explicado pelo fato de que dur  
ante uma expansão a renda monetária se eleva inicialmente, a taxa de  
juros se eleva em seguida e a razão-velocidade se eleva na medida em  
que cai a demanda monetária, a oferta monetária sendo aumentada apenas  
após certo intervalo de tempo." (Morgan, 1978, p. 92).

Foi sem dúvida para invalidar esta interpretação que os monetaristas introd  
uziram um "timing" em seus modelos, procurando estabelecer defasagens ent  
re as séries temporais de oferta monetária e de renda monetária. Assim é  
que Friedman e Schwartz, em artigo de 1963, estabeleceram que picos nas  
taxas de mudanças da oferta monetária precedem picos na renda monetária em  
um intervalo de dezesseis meses; e inflexões nos estoques monetários tamb  
êm precedem inflexões na renda, porém em intervalos menores. James Tobin  
mostrou, no entanto, que a evidência acima é inconclusiva. Tobin investig  
ou também as implicações do "timing" de uma situação em que a oferta mon  
etária fosse inteiramente endógena, e concluiu que isto implicava padrões  
cíclicos de "timing" idênticos aos estabelecidos por Friedman e por  
Schwartz, de maneira que tal evidência, por si só, não seria capaz de just  
ificar a tese monetarista. (Tobin, 1970).

Deste modo, o reconhecimento de um considerável grau de endogeneidade do estoque monetário - decorrente do que Keynes denominou "finance motive" da demand monetária - deve implicar um grande ceticismo não apenas em relação à visão ortodoxa da política monetária, mas também em relação à noção fundamental do monetarismo, de que há uma relação causal partindo da quantidade dos depósitos bancários para o fluxo de demanda agregada.

Resumindo tais argumentos, A. B. Cramp observa que "as bases para tal ceticismo não são nem um pouco afetadas pela evidência econométrica oferecida freqüentemente a favor da teoria quantitativa, evidência que mostra um padrão cíclico bastante consistente, no qual mudanças no estoque monetário antecedem mudanças na renda monetária ... Pois não há nenhuma dificuldade em oferecer explicações deste padrão que sejam obviamente mais consistentes com a idéia de que mudanças no estoque monetário são (primariamente) induzidas por mudanças no lado da demanda monetária, e não por mudanças impostas discricionariamente no lado da oferta. Por exemplo, uma interpretação keynesiana do que ocorre durante a fase ascendente do ciclo poderia ênfatizar inicialmente a origem da expansão em mudanças autônomas nas propensões a gastar; em segundo lugar, colocar a hipótese de que os aumentos iniciais nos gastos foram financiados inicialmente através de empréstimos dos bancos com os correspondentes aumentos nos meios de pagamentos; e, em terceiro lugar, visualizar o processo multiplicador da expansão seguindo pari-passu a crescente velocidade de circulação de uma quantidade de moeda que já parou de crescer." (Cramp, 1971, p. 137).

Ao se ressaltar a demanda monetária exercida pelos investidores capitalistas não apenas como mais um item para compor seu portfólio, mas como a forma de se obter os serviços dos bens de capital, se procurou chamar a atenção para a complexidade do financiamento do processo de acumulação de capital. Assim, a política monetária deve ter em vista tal complexidade, pois, segundo a observação de Keynes, "os bancos mantêm posição chave na transição de uma escala de atividade mais baixa para uma elevada. Se eles se recusam a aliviar (o mercado), isto é, a prover recursos financeiros adicionais endógenos, a crescente congestão do mercado de títulos de curto prazo ou do mercado de novos lançamentos, dependendo do caso, inibirá o processo, independentemente das decisões de poupança do público em relação à sua renda futura." (Keynes, 1937b, p.222).

Observação análoga encontra-se em um autor de orientação marxista:

"A condição de plena realização do produto significa que as trocas finais no interior do sistema bancário - necessárias para garantir o caráter monetário do signo de crédito emitido pelos bancos - se faça sem tensões perigosas. Esta ausência de tensão está atestada pela estabilidade da taxa de juros diretora do mercado monetário." (Aglietta, 1976, p. 302).

Ora, essa delicada estabilidade pode ser perturbada a todo momento pelas decisões de investimento, que são voláteis por dependerem das expectativas em

presariais e das incertezas que as cercam, e que, portanto, têm condicionantes diversas das decisões de compra de títulos financeiros para compor portfólios. É por causa dessa heterogeneidade dos dois tipos de decisões que se pode julgar a vacuidade não de uma política monetária, mas da política monetarista, ao tentar estabilizar o mercado monetário mediante o controle de uma variável supostamente homogênea que seria a oferta monetária. Segundo tal política, adotada uma regra fixa de crescimento da oferta de moeda (o crescimento desta deveria apenas acompanhar o aumento do potencial produtivo da economia), estar-se-ia dando aos agentes privados a condição de previsibilidade para adaptarem seu comportamento ao longo do tempo, com base nas observações passadas, aos critérios de otimização compatíveis com o funcionamento dos mercados livres.

A validade de tal regra, no entanto, supõe a hipótese já mencionada de que a demanda real dos encaixes monetários seja total ou grandemente insensível a variações das taxas de juros nominais decorrentes das antecipações das variações de preços pelos agentes econômicos. Caso contrário, nenhuma regra poderia ser estabelecida, de tal maneira que as autoridades monetárias teriam de reavaliar constantemente suas decisões para dar conta das modificações da demanda monetária no processo de ajustamento (\*).

---

(\*) Outro tipo de objeção ao raciocínio monetarista se deve à Teoria das Expectativas Racionais - TER. De acordo com esta teoria, não se justifica a adoção de uma regra monetária, pois, mesmo no longo prazo, tal regra não seria neutra em relação às necessidades de funcionamento de um mercado perfeito. Isto porque, segundo a mesma teoria, não existe qualquer fundamento econômico que justifique a formação de um comportamento adaptativo, tal como supõe o monetarismo. Em relação à formação de expectativas de preços, sendo estes determinados por um sistema complicado de ofertas e procuras, tais expectativas deveriam ser, pelo menos em princípio, uma

( ... )



Em consequência do exposto, apenas se admitirmos um processo estável de acumulação de capital, sendo perfeitamente previsíveis os rendimentos dos ativos e a necessidade de liquidez evoluindo de maneira estável, seria possível uma aproximação da política monetária mediante a escolha de uma variável instrumental única. Nesta situação, a preponderância dada ao motivo transação determinaria a escolha das variáveis estratégicas a serem afetadas: o produto nacional bruto como indicador do conjunto de transações e,

( ... )

função das numerosas variáveis pertinentes a priori e não apenas de realizações passadas. Na verdade, segundo ainda a TER, um comportamento adaptativo pressupõe um comportamento não-conforme com os postulados de 'racionalidade da Teoria Econômica': as antecipações formadas segundo um mecanismo qualquer dado a priori apresenta um desvio sistemático. "Em tais modelos, os erros esperados - discrepâncias entre valores esperados e efetivos - estão sistematicamente ligados aos valores passados de outras variáveis ou mesmo ao valor esperado da própria variável." (Mc Callum, 1980, p. 38). Rejeitando tal irracionalidade a priori do comportamento adaptativo, os teóricos da TER admitem que os agentes econômicos tendem a realizar antecipações racionais do valor futuro de uma variável, isto é, tendem a corrigir os erros ligados às previsões passadas, ao admitir que aqueles se vão ler de todas as informações pertinentes. Desta maneira, os erros deixam de ser sistematicamente ligados às observações passadas. Assim, tais antecipações tendem para um valor médio igual à sua esperança matemática, calculada com base em todas as informações pertinentes disponíveis. "Esta definição implica, sobretudo, que os agentes econômicos devam supostamente conhecer (ou atuarem como se conhecessem e utilizassem) o modelo macroeconômico completo que determina a variável objeto da antecipação." (Aftalion e Poncet, 1981, p. 80). Assim, se o público dispõe gratuitamente e sem defasamento de tempo das mesmas informações que as autoridades, ele tem condições de calcular imediatamente as consequências de uma modificação de política, e não será influenciado por tais modificações, como no caso em que as antecipações fossem adaptativas. Por exemplo, se "os agentes esperam mais inflação em um futuro próximo, agirão de maneira diferente, se de fato as autoridades monetárias estiverem implementando uma política expansionista, do que o fariam se estas estivessem implementando um regime de austeridade." (Mc Callum, 1980, p. 39). Desta maneira, enquanto os monetaristas restringem a ação das autoridades monetárias a uma simples regra, os 'expectativistas racionais' eliminam toda e qualquer possibilidade de ação. De maneira muito geral, podem-se fazer as seguintes restrições à TER: ela

( ... )

secundariamente, uma ou várias taxas de juros de curto prazo como indicadores do rendimento de ativos, cujos custos de conversão em meios de pagamentos seriam bastante baixos, podendo ser aceitos quase como dinheiro. Estas condições, porém, podem ser consideradas como míticas no capitalismo, pois, como já o demonstrou Hyman Minsky (Minsky, 1975), a acumulação de capital, financiada em grande proporção por recursos externos às firmas, vai criando estruturas de débito e crédito que não se mantêm equilibradas, mas que vão-se deformando ao longo desse processo. Constituem assim situações de instabilidade financeira cuja razão de ser está ligada não apenas às condições de incerteza radical, inerente ao processo de investimento, mas também à existência de intermediários financeiros, que, agindo especulativamente, aumentam a liquidez global da economia, de forma a permitir, em situações de auge econômico, um processo de endividamento muito mais profundo do que admitiria a lógica do mercado.

Assim, se considerarmos uma situação de estabilidade como um caso excepcional, no caso geral, mesmo que se admita que a massa monetária tenha a aparência estatística de um agregado, já que é expressa em termos de uma unidade de conta, o seu montante será o resultado da interação de forças ou "motivos" diversos, como formulou Keynes. Como tais motivos remetem a diferentes variáveis, com intensidade diversas, a não ser por uma abstração indevida,

---

( ... )

admite as seguintes hipóteses, que não são provadas: a) os mercados estão sempre em equilíbrio, não havendo situações em que prevaleçam excessos de oferta ou procura; b) os efeitos de distribuição são omitidos; c) a inflação não tem custo; d) as decisões financeiras são tomadas com base apenas no valor esperado da variável, sem incluir risco." (Aftalion e Poncet, 1981, p. 82 e Kregel, 1984, p. 114).

deve-se admitir que a demanda monetária possa ser identificada por apenas uma variável e ligada a uma estrutura estável de rendimentos de ativos e do volume destes em um certo momento.

Na verdade, como observou Paul Davidson, a demanda monetária, antes de ser função da renda realizada é uma função dos componentes dos diversos planos de gastos dos capitalistas, na medida em que estes procuram valorizar seu capital; ou de sua preferência pela liquidez, na tentativa de manter o valor do mesmo em situações de crise. Disto resulta que, se em todos os níveis de despesas ou de rendas realizadas as perspectivas dos agentes econômicos se tornarem mais pessimistas, poderá haver uma redução dos encaixes monetários para financiamento (menor necessidade de "finance"); de outro lado, se houver incerteza sobre o valor e as datas de futuras receitas, em função das despesas previstas, poderá haver uma necessidade maior de encaixes monetários. Assim, tendências de sentido contrário podem coexistir com um mesmo nível de renda, tudo dependendo das expectativas vigentes. De outro lado, se diferentes categorias de despesas estiverem ligadas de maneiras diferentes ao rendimento realizado e se as elasticidades da demanda de moeda relativas a tais despesas previstas forem diferentes, uma modificação da composição da despesa global antecipada para um mesmo nível desta despesa influenciará também a demanda de dinheiro.

Desconhecer tal complexidade significa desconhecer a incerteza e a especificidade das estruturas financeiras, "significa fazer da moeda uma mercadoria como qualquer outra e, conseqüentemente, supor que todas as outras mercadorias podem converter-se em meios de pagamentos graças aos mercados de oca

sião, com baixos custos de transação ... (significa), enfim, supor que o horizonte econômico é estável e na verdade infinito ..., o que suprime toda a possibilidade de crise deflacionista pela redução catastrófica do horizonte econômico, decorrente das repercussões em cadeia da interrupção da circulação de créditos." (Aglietta et Orlean, 1982, p. 248).

6

Em contraposição à simplificação monetarista, a análise de uma economia monetária, a partir da definição de Keynes, permitiu-nos identificar o dinheiro como uma realidade complexa e ambivalente; de um lado, é um elemento de coesão em uma sociedade capitalista, na medida em que se apresenta como o intermediário e também como o fim do processo da criação do valor a partir de produtores independentes; de outro lado, apresenta-se com uma potencialidade para a dissociação, uma vez que em uma economia em que as decisões são descentralizadas e realizadas por unidades privadas independentes, que competem para obter o excedente gerado no processo produtivo, não há nenhuma razão a priori para que o rendimento monetário gerado leve exatamente à realização das expectativas de cada um dos produtores. Em consequência, se de um lado verifica-se a necessidade de um contínuo processo de "centralização", de maneira a manter o caráter de equivalente geral da moeda, elemento de coesão do sistema, de outro, a competição pelo lucro pode levar à destruição desse caráter.

Embora tal ambivalência faça parte da essência da moeda, em diferentes pe

ríodos do desenvolvimento do capitalismo uma dessas duas qualidades (coe são ou fracionamento) prevaleceu sobre a outra. A sua tendência desagregadora ou o aspecto de fracionamento prevaleceu, grosso modo, com a moeda metálica, até a Primeira Guerra, quando as moedas privadas, emitidas livremente por bancos privados, são apenas formas aproximadas de equivalente geral, isto é, seu status monetário é condicional, devendo ser validado a posteriori. Em contrapartida, com o processo de centralização, que passa a vigorar principalmente após a Primeira Guerra, as notas ou o dinheiro privado tendem a desaparecer e todo o dinheiro bancário ou de crédito passa a ser unificado pelo Banco Central. Neste caso, ao contrário do que ocorria no sistema da moeda metálica, a crise de realização não se manifesta necessariamente como uma crise financeira, uma vez que até um certo limite um banco privado tem condições de transformar sua moeda em moeda central. A consequência desse proocesso, tal como se ressaltou no início deste capítulo, é uma contínua perda de valor da moeda, que determina uma elevação geral dos preços, expressa em termos de moeda nacional, passando assim a inflação, ao invés da crise financeira, a assumir a forma de crise típica do padrão do curso forçado. Ocorre, ainda, que a imposição exclusiva da centralização limita a reestruturação da propriedade capitalista através da impossibilidade de eliminação das uniodades menos produtivas e, portanto, do próprio processo de acumulação mediante uma baixa da rentabilidade geral do capital.

A ambivalência acima referida, como já foi observado, é descartada pelos monetaristas. Tendo em comum uma fé sem restrição no controle de um agregado particular supostamente homogêneo - a massa monetária - e na estabilidade da

demanda por este agregado, proclamam que a política monetária deve restringir-se ao simples controle da oferta monetária, abstraindo-se de quaisquer atividades que pudessem levar a uma inibição da lógica do mercado e incluem-se entre tais atividades os processos de monetização de dívidas ou de suporte das unidades menos rentáveis da economia. Deste modo, a posição do governo e da política monetária deveria considerar que "a insolvência das instituições invariavelmente demonstraria sua falta de viabilidade de longo prazo, sendo (tal insolvência) um dos métodos pelos quais a economia capitalista deve ajustar-se a novos padrões de demanda, a novas técnicas e a outras mudanças de circunstâncias. Conseqüentemente, a prevenção artificial das insolvências através de operações governamentais de suporte (a tais instituições) seriam contrárias aos imperativos da eficiência econômica." (Roe, 1973, p. 413).

Ocorre, no entanto, como Keynes mostrou pelo reconhecimento da incerteza como inerente a qualquer decisão econômica envolvendo tempo, que as instituições econômicas podem ser ameaçadas não por uma falha própria, nem por causa de sua não-viabilidade no longo prazo, "mas, sim, porque a insolvência pode sobrevir por erros de investimentos que são sem dúvida cometidos em economias capitalistas e que, por causa do alto grau de interdependência nestas economias, podem envolver tão profundamente participantes 'inocentes' como aqueles que perpetraram o erro original. Os participantes 'inocentes' podem sofrer porque venderam para ou compraram ou mantêm o mesmo tipo de ativo ou emprestaram para instituições que entraram em uma situação de insolvência 'merecidamente'." (Roe, 1973, p. 413). Verificam-se então proces

tos de propagação de instabilidade que não separam as unidades produtivas que agiram "racionalmente" daquelas que "abusaram" das práticas especulativas. Este processo se apresenta através do princípio de aceleração em sentido inverso, ao qual vem somar-se o processo de reversão da lógica patrimonial imposta pela necessidade de resolver monetariamente os compromissos contraídos em períodos anteriores.

Desta maneira, se a dominância exclusiva do fracionamento pode levar a uma constante subutilização de recursos, à fragilidade financeira e à deflação cumulativa, de outro lado, deve-se reconhecer - admitindo-se um "grão de verdade" na crítica monetarista - que a dominância exclusiva da centralização pode estimular e sancionar a especulação autovalidante, bem como uma redução da atividade produtiva através da "stagflação" e, em casos extremos, da hiperinflação. Na verdade, estes extremos colocam os limites da política monetária, para a qual "é impossível impedir periodicamente as finanças privadas de se tornarem um grande teatro de ilusões. (Para ela), somente é possível impedir que crises sucessivas não perturbem em demasia a atividade produtiva. Mas isto é uma questão de organização; deixada a ela mesma, a atividade financeira privada não conhece nenhum equilíbrio; é um perpetuum mobile, que é sensível a qualquer rumor desde que alguém se disponha a obter algum ganho a custo do outro ... " (Aglietta et Orlean, 1982, p. 231).

Não é possível sair desse turbilhão senão mediante a criação de diferenças estáveis no seio da circulação das dívidas privadas. Tais diferenças não têm nenhuma chance de nascer com o resultado do funcionamento espontâneo dos mercados financeiros. Assim, elas devem ser o produto da inter

mediação financeira e de regras que decorrem de sua integração no sistema monetário: os princípios de organização que se impuseram historicamente e podem impor-se como os mais viáveis para limitar a instabilidade financeira, de acordo com a terminologia sugerida por Aglietta e Orlean, são a estratificação dos créditos e a hierarquia das moedas.

Tais observações colocam as coordenadas mínimas a serem desenvolvidas para qualquer projeto de administração racional do capitalismo contemporâneo. A estratificação dos créditos deve estabelecer espaços de circulação diversificados para diferentes categorias de débitos, diversificação esta que, ligada à especialização dos intermediários financeiros, permita a estes controlar as condições de conversão dos créditos em dinheiro durante o tempo compreendido entre sua emissão e sua extinção. Os intermediários financeiros poderão assim estabelecer algumas restrições, de maneira a desvalorizar certas categorias de títulos financeiros e sustentar outras. Esta atividade tem implícitas regras gerais, as quais devem submeter-se as condições de financiamento da própria dívida dos intermediários. Isto deve ser realizado pela estrutura hierárquica da moeda: os bancos comerciais devem ser os emprestadores em última instância para os intermediários financeiros e o Banco Central será emprestador em última instância para os bancos comerciais. Nesta estrutura, que procura respeitar a ambivalência do dinheiro, a moeda central, embora não se encontre em primeira linha, pode, no entanto, fazer respeitar a ordem monetária através de regras gerais, apoiadas por intervenções que devem atingir diretamente as instituições financeiras. Estas, por sua vez, irão provocar as desvalorizações seletivas, sem as quais o capitalismo não poderá desenvolver-se.



Desta maneira, a política monetária deve ser uma "ação sobre as estruturas e uma gestão por limites". Disso decorrem duas conseqüências: a) toda inovação no sistema financeiro, que tenda a neutralizar as estruturas estabelecidas, sob o pretexto de introduzir mais flexibilidade de mercado, enfraquecerá a influência da política monetária se não forem introduzidos novos limites para tal mercado; b) a política monetária não será eficaz se não tiver condições de interferir em uma ou mais variáveis no comportamento do endividamento dos agentes privados. Deste ponto de vista, admitir-se que uma simples ação sobre uma massa monetária postulada homogênea possa ter algum efeito regulador é cair na ilusão monetarista de que o Banco Central é todo poderoso porque os particulares têm sempre um comportamento unânime e previsível em relação ao dinheiro, o que é o mesmo que rebaixá-lo, enquanto expressão do poder em uma economia monetária, a mais uma mercadoria e a economia capitalista a uma simples economia de trocas.

## VI - CONCLUSÃO

O objetivo deste trabalho foi o de desenvolver o conceito de economia monetária a partir da crítica da teoria monetária neoclássica, tomando-se como referência a definição de economia monetária apresentada por Keynes, isto é, "uma economia na qual o dinheiro desempenha uma função decorrente de si próprio e afeta motivos e decisões, e é, em resumo, um dos fatores estratégicos, de tal maneira que o rumo dos acontecimentos não pode ser predito, quer no longo ou no curto período, sem um conhecimento do comportamento do dinheiro entre a primeira e a última situação."

Destá forma, procurou-se identificar os limites do pensamento econômico convencional, na medida em que este tenta descrever uma realidade concreta e complexa, partindo do abstrato em sua forma mais pobre e mais simples, isto é, do modo como a moeda é percebida pelo senso comum. Não há dúvida de que, através do senso comum, tanto o mercador fenício como o medieval ou o homem comum, vivendo em uma economia capitalista, tenderão a ver o dinheiro como uma mercadoria ou, no máximo, como uma mercadoria de uso universal. Assim, observou Marx: mesmo "o burguês mais típico, o capitalista com a auto-suficiência que emana da prosperidade intoxicante, declara que o dinheiro é uma vã imaginação e apenas as mercadorias são dinheiro." (Marx).

Na verdade, para se entender a natureza de uma economia monetária, o único

procedimento possível será partir de uma situação concreta, que, a uma simples observação, poderá parecer caótica. No entanto, através da análise, se isolam conceitos abstratos (a análise constitui, assim, um processo de abstração do concreto observado), a partir dos quais é possível, por determinações sucessivas, reproduzir o real enquanto concreto pensado.

Marx resume com clareza este processo quando observa que "a princípio, em economia, parece ser um bom método começar pela população, que é a base e o sujeito do ato social da produção em seu conjunto. No entanto, este método é falso. A população é uma abstração se não são consideradas, por exemplo, as classes sociais das quais ela se compõe. Estas classes são, por sua vez, uma palavra vazia de sentido se se ignoram os elementos sobre os quais elas repousam, como, por exemplo, o trabalho assalariado, o capital, etc. Tais elementos supõem a troca, a divisão de trabalho, os preços, etc. Se, pois, se começasse pela população, inicialmente seria feita uma representação caótica do conjunto; depois, por determinações, procedendo por análise, conceitos mais e mais simples seriam atingidos; neste ponto, seria necessário fazer a viagem em sentido contrário e se chegaria de novo à população. Desta vez, ter-se-ia sob os olhos não um conjunto caótico de dados, mas um todo rico em determinações e relações complexas." (Marx, 1971, p. 35).

Neste sentido, a metodologia usada por Keynes para a compreensão de uma economia monetária aproxima-se da proposta de Marx na medida em que ele parte de alguns fatos que caracterizam uma totalidade concreta - o fato de que o dinheiro desempenha uma função decorrente de si próprio, que afeta motivos

e decisões, de tal maneira que nada se pode prever ou antecipar sem levar em conta o seu comportamento, etc. -, para, posteriormente, estabelecer as categorias abstratas que permitem a compreensão de uma economia monetária. Assim, a partir da incerteza, da preferência pela liquidez, das expectativas, da eficiência marginal do capital, etc., será possível reproduzir uma realidade concreta, na qual se poderá identificar como são moldados e como se manifestam, em última instância, os desejos e os atos humanos. Estes não deixam de existir, continuam como realidade última, porém passam a ser condicionados por parâmetros e estruturas produtivas diversas daquelas que se apresentavam em economias não-monetárias e pré-capitalistas. Desta forma, o que move Keynes é uma indagação muito clara sobre aquilo que de certa forma também estimulou a reflexão tanto dos economistas clássicos como de Marx, isto é, sobre quais são os condicionantes gerais da produção.

Contrapondo-se à visão vulgar, que toma como paradigma analítico do capitalismo uma simples economia de trocas, em que a utilidade e a função da moeda derivam da utilidade dos demais bens, tanto Marx como Keynes compartilham a idéia segundo a qual o sistema econômico é organizado em torno de um processo produtivo, no qual os indivíduos estão inseridos de diferentes maneiras, uns sendo proprietários dos meios de produção, outros da força de trabalho. Longe de trocarem entre si mercadorias ou serviços da mesma natureza, os capitalistas compram a força de trabalho dos assalariados. Esta compra, no entanto, é anterior a toda a produção e visa colocar em relação a força de trabalho e os meios de produção.

Tal compra, evidentemente, implica uma contrapartida. Esta não pode constituir-se de mercadorias ainda não produzidas. "Ela não pode ser senão um direito sobre a produção futura e este direito é o dinheiro. Assim se explicam 'todas as ilusões monetárias que, baseando-se na simples aparência do dinheiro, não nos mostram que o dinheiro representa uma relação social de produção." (Marx). A moeda então pode ser caracterizada duplamente: de um lado, enquanto nas mãos dos indivíduos, é intermediário nas trocas; de outro, é reserva de poder de compra, um direito sobre o futuro. Deste ponto de vista é liquidez, isto é, 'um ponto de ligação entre o passado e o futuro.' (Keynes). Fica claro então que a moeda é útil por dupla razão: sua utilidade é derivada dos bens enquanto intermediário, sua utilidade é intrínseca enquanto liquidez." (D'Allemagne et Vallier, 1976, p.47).

A constatação, comum a Marx e a Keynes, sobre a realidade do dinheiro como condição da produção e não apenas como uma forma de facilitação das trocas, não significa que, em seu desenvolvimento, suas análises se confundam. E neste ponto vale a pena ressaltar as diferenças para poder ressaltar a importância e a originalidade do pensamento de Keynes. Marx, ao estudar a gênese do modo de produção capitalista, mostrou que as relações sociais capitalistas permanecem subordinadas, através do desenvolvimento mesmo da produção, a algumas relações sociais mais simples, próprias da sociedade mercantil. Desta forma, o crédito moderno, embora esteja embasado no fato de o dinheiro no capitalismo ser um adiantamento sobre a produção futura, em certas situações retorna para sua base monetária, isto é, para sua origem mercantil.

Assim, quando o capitalismo entra em crise, manifestam-se alguns aspectos pré-capitalistas, nos quais se baseia o próprio sistema de crédito (a moeda, o comércio de dinheiro), de tal forma que estes elementos sobredeterminam a crise. Brunhoff observa que, para Marx, "o caráter específico da conjuntura financeira faz com que ela atue à sua maneira dentro do ciclo global. No entanto, seu efeito específico vincula-se ao caráter funcional do sistema de crédito, que permite ao sistema capitalista estender-se além dos seus próprios limites." (Brunhoff, 1978, p. 121).

"Uma crise de créditos, durante um período de tensão conjuntural, pode ser provocada por acontecimentos mínimos. Se houver relativa escassez de capital-dinheiro e a taxa de juros for elevada, o sistema de crédito se tornará frágil e uma variação marginal poderá ser suficiente para provocar uma crise financeira e combinar uma crise financeira e uma crise geral." (Brunhoff, 1978, p. 124).

Na medida em que uma crise de crédito pode provocar a necessidade de liquidez imediata por parte dos empresários industriais e comerciais, aquela, no entanto, pode expandir-se para o sistema bancário, para a bolsa de valores e para todo o sistema de financiamento. Assim, tais crises representam uma regressão de toda a organização financeira capitalista, "uma súbita mudança do sistema de crédito para um sistema monetário, tirando do dinheiro seu caráter de meio de circulação e fazendo dele a mercadoria absoluta." (Brunhoff, 1978, p. 126).

O entesouramento peculiar a uma crise não corresponde mais a uma depreciação imaginária do valor das mercadorias, mas a uma desvalorização efetiva de todas as mercadorias, do capital-mercadoria e de todos os títulos financeiros e uma parte do ouro e da prata permanece ociosa e não funciona como capital." (Brunhoff, 1978, p. 127).

Para Marx, "o que aparece como uma crise no mercado monetário é, na realidade, uma expressão das condições normais dos próprios processos de produção e reprodução." O entesouramento em uma crise é apenas o reverso da incapacidade de se realizar todas as mercadorias e a redução do investimento que se segue a uma expansão excessiva da produção e do comércio. De outro lado, "a crise financeira desempenha um papel fundamental no funcionamento do sistema financeiro. Ela mostra a incapacidade de o sistema capitalista conferir um caráter inteiramente funcional às suas próprias condições de funcionamento: o sistema de crédito mantém um desenvolvimento relativamente autônomo. O ressurgimento do sistema monetário em caso de crise é uma manifestação dessa autonomia, sendo então a demanda monetária totalmente exterior ao movimento de produção real. Mas a crise financeira reduz também a avalanche fictícia dos créditos e restaura a base monetária do crédito." (Brunhoff, 1978, pp. 129-130).

Apesar de Marx apontar essa limitação do capitalismo, decorrente da atividade financeira, não atribui absoluta autonomia aos movimentos especulativos, quer em sua origem, isto é, na medida em que são o reverso de uma crise de realização, quer em seu término, pois o ressurgimento do sistema monetário

em sua pureza, levando à situação em que para o burguês apenas "o dinheiro é mercadoria", põe fim à avalanche especulativa. Keynes, de outro lado, atribui autonomia quase absoluta à especulação financeira, de tal maneira que a contradição no capitalismo é apreendida através do movimento do capital financeiro, que, na verdade, é o foco da irracionalidade. Se não houvesse a limitação financeira decorrente do comércio do dinheiro, não haveria para Keynes nenhum limite à produção de riquezas, uma vez que não ocorreria restrição na oferta de capital e o retorno deste diminuiria a ponto de restringir a remuneração do capitalista à remuneração de um trabalhador qualificado. Daí sua observação:

" A única razão, pois, pela qual um ativo (de capital) permite a expectativa de gerar, durante a sua existência, serviços com um valor agregado superior ao seu preço de oferta inicial deve-se ao fato de que (tal ativo) é escasso; e continua sendo escasso por causa da concorrência devida à remuneração de juros oferecida pelo dinheiro. À medida que o capital se torna menos escasso, o excedente de rendimento diminuirá sem que ele se torne por isso menos produtivo no sentido físico."  
(Keynes, 1936, p. 213).

Pelo exposto, pode-se ver que Keynes não identifica a possibilidade da crise na dinâmica do próprio capital industrial, mas no fato de este ter sua expansão limitada por uma restrição de caráter financeiro. Na verdade, para Keynes, a crise financeira passa a ter uma autonomia que determina a crise global, a qual, no entanto, por decorrer de um processo fundamentalmente especulativo,



não teria fim através da restauração da base monetária do crédito.

Na verdade, essa conclusão de Keynes não é gratuita, mas decorre da observação do caráter financeiro que o capitalismo passa a adquirir em seu tempo e que é descrito com precisão por Hyman Minsky, ao referir-se à economia americana:

" Nossa economia caracteriza-se por empregar complexos, custosos e duradouros ativos de capital e por uma estrutura financeira sofisticada e complexa. Os fundos necessários para adquirir o controle sobre tais ativos são obtidos por uma série de instrumentos financeiros tais como emissão de ações, empréstimos bancários, debêntures, hipotecas, arrendamentos e locações. Cada instrumento financeiro é criado pela obtenção de dinheiro hoje, contra obrigações de pagar posteriormente." (Minsky, 1982, pp. 18-19).

Tal ocorre porque "a simples propriedade ou associação entre indivíduos são veículos muito limitados para a apropriação e operação de ativos de capital de longa duração e de finalidades muito específicas. Existe uma relação simbiótica entre as grandes corporações e a emergência de uma estrutura industrial e comercial na qual o endividamento é utilizado para a produção e a determinação do controle sobre tais tipos de ativos." (Minsky, 1982, p. 19).

De outro lado, como o processo de acumulação se dá através de grandes unidades separadas e, em consequência, rivais, a competição pelo lucro se faz por alterações tecnológicas, o que constitui também uma forma de defesa das

alterações tecnológicas provocadas por outras empresas. Desta maneira, "é necessário representar tal tipo de acumulação como uma flutuação sem ponto fixo, mas reencontrando zonas críticas caracterizadas pela formação de uma estrutura instável de créditos e débitos ... Observam-se aí grandes oscilações, geralmente em sentido contrário, da capitalização acionária e das taxas de juros de mercado monetário, deformando toda a estrutura das taxas de juros. Esta instabilidade das finanças tem uma razão teórica fundamental, que Keynes identificou com a maior clareza. As transações com títulos de crédito, que remodelam a composição dos patrimônios dos agentes privados, para torná-los compatíveis com as necessidades da acumulação, e que determinam o comportamento dos títulos, estão sob a dependência preponderante das condições imediatas da liquidez." (Aglietta, 1980, pp. 415-416). Através do elo de ligação entre a acumulação de ativos reais e financeiros, justifica-se um processo de acumulação dominado pelo processo de especulação que é inerente ao investimento capitalista.

É uma ilusão, de outro lado, admitir-se que o mercado, através da oferta e da procura, possa controlar esse processo mediante a formação de uma imagem racional do futuro. Os processos especulativos que estão na base da decisão de investimento são fenômenos fundamentalmente miméticos, que Keynes descreveu através de uma comparação com os concursos organizados pelos jornais, "nos quais os participantes devem escolher os seis rostos femininos mais bonitos entre uma centena de fotografias; o prêmio será atribuído àquele cujas preferências mais se aproximarem da seleção média determinada pelo conjunto de concorrentes, mas cada concorrente deverá escolher não as fisionomias que julgar mais bonitas, mas aquelas que julgar mais adequadas

para obter o sufrágio dos outros concorrentes." (Keynes, 1936, p. 516).

No entanto, o processo não se estabiliza neste ponto: "em um terceiro nível trata-se de descobrir a idéia que a opinião média terá antecipadamente do seu próprio julgamento." (Keynes, 1936, p. 156).

Desta forma, como Keynes observou, este processo mimético do "eu sei que ele sabe que eu sei" só pode conduzir a um vazio de conhecimento, cujo desenvolvimento não se estabiliza precariamente senão em uma clara estrutura de valores. Esta estrutura, no entanto, é indefinida, é indeterminada. De maneira análoga, as opiniões que se formam sobre o preço de um ativo tornam-se também um fenômeno puramente convencional, que não encontra um ponto estável para se estabilizar a não ser através de uma interferência externa, a qual, obviamente, não pode se dar pelos mecanismos endógenos dos próprios processos de avaliação. Deste modo, o preço de um ativo, isto é, sua promessa de rendimento, não remonta senão a fenômenos convencionais, codificados por uma dada estrutura financeira através do controle que ela estabelece sobre os fluxos monetários. Ocorre que, quando se desorganiza uma dada estrutura hierárquica, as representações convencionais constituem seu único substituto.

Uma estabilização sem interferência consciente e externa ao processo requereria que as regras monetárias devessem aparecer automaticamente, isto é, para não serem perturbadas pelas ações humanas, seria necessário que elas fossem fundadas fora das instituições humanas. "Esta dimensão particular da moeda encontrou sua representação mais elaborada, a mais mistificante, no papel desempenhado pelo ouro. A literatura econômica, particularmente

as correntes marxistas, não cessam de louvar suas qualidades auto-reguladoras ... Esta é a última fetichização das relações mercantis, que Marx, ainda excessivamente envolvido pela tradição ricardiana, não pôde desmascarar. Portanto, o padrão ouro não tem nenhuma virtude particular; ele não exprime nenhuma naturalidade intransponível das relações monetárias. Se seu papel reaparece algumas vezes na cena monetária, isto ocorre apenas na medida em que traduz a estratégia de certos grupos particulares, certos grupos credores que vêm nele a forma de fazer valer seus interesses." (Aglietta et Orlean, 1980, p.122).

Assim, se é verdade que, para Marx, a crise financeira restaura o caráter monetário do crédito, temos que aceitar a limitação acima apontada, da análise marxista, e a grande contribuição de Keynes para a continuidade da desmistificação das relações mercantis, ao chamar a atenção para os conflitos privados que ocorrem quando aqueles que procuram deformar a estrutura dos preços relativos em seu benefício vêm deteriorar-se sua situação em consequência de suas próprias ações.

De modo geral, podemos apontar duas direções fundamentais da contribuição da análise de Keynes de uma economia monetária: a primeira, segundo Deleuze e Guatari, tem a ver com o desenvolvimento do próprio pensamento marxista.

"Uma das contribuições de Keynes consiste em reintroduzir o desejo no problema do dinheiro; isto, porém, deve submeter-se às exigências da análise marxista. Por isso é lamentável que os economistas marxistas se prendam em demasia a considerações sobre o modo de produção e à teoria da moeda co

mo equivalente geral ... sem dedicar suficiente atenção à prática bancária, às operações financeiras e à circulação específica da moeda e do crédito (nisto consistiria o sentido de um retorno a Marx, à teoria marxista da moeda)." (Deleuze e Guatari, 1973, p. 237).

Em segundo lugar, e mais importante, ao mostrar a necessidade de serem estabelecidas, contínua e conscientemente, novas hierarquias monetárias e financeiras em uma economia capitalista, Keynes determinou os limites ideológicos do contratualismo individualista e a necessidade que tal economia tem de uma dimensão de organização e controle, a qual, necessariamente, deve mediar entre o indivíduo e o estado moderno. Daí sua postulação fundamental de que "não é verdade que os indivíduos possuam uma liberdade natural prescritiva em suas atividades econômicas. Não existe um contrato que confira direitos perpétuos aos que já os têm ou aos que os adquirem. O mundo não é de forma alguma governado pela providência, de maneira a fazer coincidir sempre o interesse particular com o interesse geral ... A experiência não demonstra que os indivíduos, quando reunidos em um todo social, sejam menos esclarecidos do que quando agem isoladamente." (Keynes, 1972, p. 117).

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, M. 1976. Regulation et crise du capitalisme. S.L., Calmon Levy.
- \_\_\_\_\_. 1978. Panorama sur les théories de l'emploi. Revue Economique, v. 19, jan. 1978.
- \_\_\_\_\_. 1980. La dévalorisation du capital: études des liens entre accumulation et inflation. Économie Appliquée, t. 33,(2).
- AGLIETTA, M. et ORLEAN, A. 1982. La violence de la monnaie. Paris, Presses Universitaires de France.
- AFTALION, F. e PONCEP, P. 1981. O monetarismo. Tradução de Eduardo Saló de "Le monetarisme". Editorial Notícias.
- ANTOINE, J.C. 1953. Introduction a l'analyse macroeconomique. Paris, Presses Universitaires de France.
- BAUMOL, W.J. 1952. The transactions demand for cash: an inventory theoretic approach. Q.J.E., p. 545-556, nov. 1952.

- BRUNHOFF, S. 1977. Crise capitalista e política econômica. In: POULANTZAS, Nicos, ed. O Estado em crise. Tradução de M. Laura V. de Castro, de "La crise de l'état". Rio de Janeiro, Edições Graal.
- \_\_\_\_\_ . 1978. A moeda em Marx. Tradução de Alonso Teixeira de "La monnaie chez Marx". Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra.
- \_\_\_\_\_ . 1978a. Estado y capital. Madrid, Editorial Villalar.
- CLOWER, R. 1965. The keynesian counter revolution: a theoretical appraisal monetary theory. CLOWER, R. ed. Penguin Books.
- \_\_\_\_\_ . 1967. A reconsideration of microfoundations of monetary theory. Western Economic Journal, dez. 1967.
- CRAMP, A. B. 1971. Monetary management. London, George Allen and Unwin.
- D'ALLEMAGNE, J. L. 1972. L'inflation capitaliste. Paris, François Maspero.
- D'ALLEMAGNE, J.L. et Valier, J. 1976. L'echec des explications bourgeoises de l'inflation. In: Critique de l'économie politique: l'inflation. Paris, François Maspero.
- DAVIDSON, P. 1972. Money and the real world. London, Macmillan.
- DAVIDSON, P. 1977. Money and general equilibrium. Économie Appliquée. t 30,(4), p. 541-563.

- DELEUZE, G. e GUATARI, F. 1973. El antiedipo: capitalismo y esquizofrenia. Tradução de F. Monge de "L'anti oedipe". Barcelona, Barral Editores.
  
- DILLARD, D. 1974. Teoria de uma economia monetária. In: KURIHARA, K., ed. Economia pós-keynesiana, S.L., Ed. Aguillar.
  
- FAN-HUNG. 1968. Keynes and Marx on the theory of capital acumulation and interest. In: HOROWITZ, David, ed. Marx and modern economics. New York and London, Modern Reader Paperbacks.
  
- FITOUSSI, J.P. 1974. Le fondement microeconomique de la theorie keynesienne. Paris, Editions Cujas.
  
- FRIEDMAN, M. 1948. The methodology of positive economics. In: Essays in positive economics. Chicago, Chicago University Press.
  
- \_\_\_\_\_. 1956. The quantity theory of money: a restatement. In: Studies in the quantity theory. Chicago, Chicago University Press.
  
- \_\_\_\_\_. 1959. The demand for money: some theoretical and empirical results. Journal of Political Economy, aug. 1959.
  
- \_\_\_\_\_. 1968. Money quantity theory. In: WALTERS, A., ed. Money and banking: selected readings. Penguin Books.



- \_\_\_\_\_ . 1970. A theoretical framework for monetary analysis. In: GORDON, Robert J., ed. Milton Friedman's monetary framework: a debate with his critics.
  
- FRIEDMAN, M. and SCHWARTZ, A. 1963. Money and business cycles. Review of Economics and Statistics, feb. 1963.
  
- GODELIER, M. 1966. Rationalité et irrationalité en économie. Paris, François Maspero.
  
- HAHN, F.H. 1965. The problems of proving the existence of equilibrium in a monetary economy. In: HAHN, F.H. and BRECHLING, F.P.R. editors. The theory of interest rates. London, Macmillan.
  
- HINES, A.G. 1974. Revalorización de la economía keynesiana. Tradução de M.A. Gelmarini. S.L. Siglo Veintiuno Editores.
  
- HICKS, J. 1937. Mr. Keynes and the "classics": a suggested interpretation. Econometrica, v. 5, apr. 1937. Republicado em: MUELLER, M.G. ed. Readings in macroeconomics. New York, Holt, Rinehart, 1968.
  
- \_\_\_\_\_ . 1977. Economic perspectives. London. Oxford University Press. (Tradução brasileira Zahar Editores, Rio de Janeiro, 1978).
  
- JOHNSON, H.G. 1961. The general theory after twenty five years. American Economic Review Pap. Proc., 1961.

- \_\_\_\_\_ . 1965. Evolución reciente de la teoría monetaria. Buenos Aires, Editorial del Instituto Buenos Aires.
  
- KEYNES, J.M. 1930. A Treatise on money. London, Macmillan.
  
- \_\_\_\_\_ . 1933. The general theory of employment. Versão inicial em: The collected writings of John Maynard Keynes. London, Macmillan, v. XXIX.
  
- \_\_\_\_\_ . 1933a. A theory of a monetary economy. In: The collected writings of John Maynard Keynes. London and Basingstoke, Macmillan, St. Martin Press, v. XIII.
  
- \_\_\_\_\_ . 1936. The general theory of employment interest and money. London, Macmillan.
  
- \_\_\_\_\_ . 1937. The theory of the rate of interest. In: The collected writings of John Maynard Keynes. London, Macmillan, v. XIV, pp. 101-108.
  
- \_\_\_\_\_ . 1937a. Alternative theories of the rate of interest. In: The collected writings of John Maynard Keynes. London, Macmillan, v. XIV.
  
- \_\_\_\_\_ . 1937b. The ex ante theory of the rate of interest. In: The collected writings of John Maynard Keynes. London, Macmillan, v. XIV.

- \_\_\_\_\_ . 1972. O fim do laissez-faire. In: Essais sur la monnaie et l'économie. Michel Panoff org. Paris, Payot.
  
- \_\_\_\_\_ . 1984. Rational expectations: radical assumptions and conservative conclusions. In: ALLEN, George and Unwin, ed. Free market conservatism. London, E.J. Nell.
  
- LEIJONHUFVUD, A. 1968. On Keynesian economics and the economics of Keynes. New York, Toronto, Oxford University Press.
  
- \_\_\_\_\_ . 1981. Information and coordination. New York, Oxford, Oxford University Press.
  
- MARX, K. 1971. The Grundrisse. Editado e traduzido por David Mc Lellon. New York, Haroer & Row Publishers.
  
- MC CALLUM, B. 1980. The significance of rational expectations theory. Challenge, p. 37-43, jan.-feb. 1980.
  
- MINSKY, H. 1975. John Maynard Keynes. Columbia University Press.
  
- \_\_\_\_\_ . 1982. Can "it" happen again? In: Essays on instability and finance. New York, M.E. Sharpe Inc.

- MORGAN, B. 1978. Monetarists and keynesians: their contribution to monetary theory. London and Basingstoke, Macmillan.
  
- NEGISHI, T. 1977. Money in walrasian general equilibrium theory. Économie Appliquée. t. 30, (4), 599-615.
  
- PATINKIN, D. 1965. Money, interest and prices. 2. ed. New York, Harper & Row Publishers.
  
- PARGUEZ, A. 1975. Monnaie et macroeconomie. Paris, Economica.
  
- ROE, A. 1973. The case for flow of funds and national balance sheet accounts. Economic Journal, p. 399-420.
  
- ROLL, E. 1977. História das doutrinas econômicas. Tradução de Cid Silveira de "A history of economic thought". São Paulo, Companhia Editora Nacional.
  
- SHACKLE, G.L.S. 1967. The years of high theory. Cambridge, Cambridge University Press.
  
- \_\_\_\_\_ . 1969. Um esquema da teoria econômica. Tradução de Nelson de Vicenzi de "A scheme of economic theory". Rio de Janeiro, Zahar Editores.

- SCHMITT, B. 1966. Monnaie, salaires et profits. Paris, Presses Universitaires de France.
  
- \_\_\_\_\_. 1971. L'analyse macroeconomique des revenus. Paris, Dalloz.
  
- \_\_\_\_\_. 1978. Teoria unitária da moeda. São Paulo, Edições Melhoramentos. Ed. da USP.
  
- SCHUMPETER, J. 1961. Teoria do desenvolvimento econômico. Tradução de Laura Schlaepfer. Rio de Janeiro, Editora Fundo de Cultura S.A.
  
- TEIGEN, R. 1964. Demand and supply function for money in the U.S.A.: some structural estimates. Econometrica, out. 1964.
  
- \_\_\_\_\_. 1965. The demand for and supply of money. In: SMITH, W. e TEIGEN, R. ed. Readings in money national income and stabilization policy. Illinois, Richard Irwin.
  
- TOBIN, J. 1958. Liquidity preference as behavior towards risk. In: MUELLER, M.G. ed. Readings in macroeconomics. New York, Holt, Rinehart, 1966.
  
- \_\_\_\_\_. 1970. Money and income: post hoc ergo propter hoc. Quarterly Journal of Economics, may, 1970.

- WEINTRAUB, E.R. 1974. General equilibrium theory. London, Macmillan.
  
- \_\_\_\_\_ . 1979. Microfoundations. Cambridge, Cambridge University.