

Keynes, Kaldor e o monetarismo

Fernando Nogueira da Costa

Texto para Discussão. IE/UNICAMP
n. 154, fev. 2009.

ISSN 0103-9466

Keynes, Kaldor e o monetarismo

Fernando Nogueira da Costa ¹

Resumo

O objetivo deste artigo é resgatar o combate contra o monetarismo. Ele trata do uso de Teoria Quantitativa da Moeda na obra de Keynes e de sua luta para escapar dessa influência. O Comitê Radcliffe e Nicholas Kaldor fizeram a crítica da política monetária derivada dessa teoria, caracterizada como monetarismo. Os postulados da Teoria Alternativa da Moeda são deduzidos dessa crítica.

Palavras-chave: História do pensamento monetário; Política monetária.

Abstract

Keynes, Kaldor and the monetarism

The objective of this article is to rescue the combat against the monetarism. It deals with the use of Quantitative Theory of Money in Keynes's work and its fight to escape of this influence. The Radcliffe Committee and Nicholas Kaldor made the critical of monetary policy derived from this theory, characterized as monetarism. The postulates of the Alternative Theory of Money are deduced from this critical.

Keywords: History of the monetary thought; Monetary policy.

JEL Classification: B20, B40, E52.

Introdução

Na biografia de John Maynard Keynes, escrita por Harrod (1958, p. 496-497), o autor conta que, durante o tempo em que Keynes estava escrevendo seu *Tratado da Moeda*, entrou em cena seu discípulo mais distinto do período entre as duas guerras: Richard Kahn. Keynes se deu conta imediatamente de sua qualidade, e não tardou em empregá-lo para que o aconselhasse e o ajudasse em seus trabalhos principais. Kahn, o elaborador do “multiplicador”, passava a Keynes os resultados das discussões semanais do *Tratado da Moeda* pelo “círculo de Cambridge”, a notável geração jovem em Cambridge, nos anos 30's: entre outros, P. Sraffa, R. F. Harrod, J. E. Meade, J. Robinson.

É incomum encontrar, na pretensa imparcialidade da literatura científica, depoimento pessoal como o seguinte. “(Meu próprio preconceito contra a Teoria Quantitativa da Moeda data de agosto de 1923, quando tinha 18 anos. Minha família

(1) Professor-adjunto/livre-docente do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp). E-mail: fercos@eco.unicamp.br.

estava em estação de veraneio no mar Báltico. Ao final do mês, as impressoras de notas alemãs entraram em colapso. Os bancos racionaram-nas severamente para seus clientes. Atendendo pedido de meu pai, eu passava três horas toda manhã em fila fora de um banco, somente para retirar uma soma em notas inteiramente inadequada para as necessidades familiares. Mas o colapso não colocou nenhuma curva sobre a regular duplicação dos preços a cada 24 horas.) Eu admito predispor contra a Teoria Quantitativa da Moeda, mas ela me parece ter seriamente impedido o desenvolvimento do pensamento monetário – com extremamente sérias conseqüências no caso de Keynes” (Kahn, 1984, p. 52).

Essa citação se tornou referência a respeito da influência da experiência vivida sobre a postura intelectual. Apesar de outras pessoas poderem influenciá-lo através de idéias, a convicção pessoal se origina da própria história. Com a autoridade de ser, como reconheceu Keynes, quase co-autor da *Teoria Geral*, Richard Kahn, em seu *The Making of Keynes' General Theory*, revela (e repudia) o emprego da Teoria Quantitativa da Moeda na obra de Keynes.

Segundo seu discípulo, Keynes não teve educação sistemática em Economia. Sua graduação foi em Matemática, escreveu sua tese sobre Probabilidade e era firmemente associado com os filósofos de Cambridge: B. Russel, G. E. Moore, L. Wittgenstein, etc. Mas Keynes absorveu Economia “por todos os poros” enquanto vivia com seus pais em Cambridge. Marshall era um amigo da família e foi quem convenceu Keynes a estudar Economia. Com sua experiência de funcionário especialista em finanças e moeda, em 1909, Keynes começou fazer conferências em Cambridge sobre Moeda, Crédito e Preços. Mais do que ser teórico, destacava-se por seu realismo pragmático. Era natural, portanto, que assimilasse, de início, a sabedoria convencional na área monetária sem grande avaliação crítica. Mas não são apenas os eventos já vividos que determinam o caráter do inovador intelectual. Outras circunstâncias, experimentadas posteriormente, lhe modificam as idéias.

O objetivo deste artigo é resgatar o combate ao monetarismo. Além desta Introdução e da Conclusão, haverá quatro seções. Na próxima, trata de o emprego da Teoria Quantitativa da Moeda na obra de Keynes. Na seguinte, avalia que não houve, propriamente, “revolução keynesiana” no campo da teoria monetária, mas apenas mera “reforma”. Esta não impediu que a “contra-reforma” restaure-se o edifício teórico ortodoxo. Foram necessários novos embates contra o conservadorismo teórico. Outras seções apresentam a crítica da prática de política monetária derivada dessa teoria, caracterizada como “monetarismo”, realizada tanto pelo Comitê Radcliffe e quanto por

Nicholas Kaldor. Dessa crítica à Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) são deduzidos postulados da Teoria Alternativa da Moeda (TAM).

1 Keynes e a teoria quantitativa da moeda

Keynes tinha 40 anos de idade, quando publicou seu *Tratado sobre a Reforma Monetária* [*Tract*], em 1923. Ele gastou considerável parte dos doze anos seguintes de sua vida em luta para escapar da influência da Teoria Quantitativa da Moeda – sucesso alcançado pela publicação, no início de 1936, de sua *Teoria Geral*, com o *Tratado da Moeda* [*Treatise*] representando fase intermediária (Kahn, 1984, p. 51).

O *Tratado sobre a Reforma Monetária* foi inspirado pela importância de assegurar estabilidade ao nível geral dos preços, como resultado de dar mais atenção à lição indicada pela TQM. Keynes até pouco antes era funcionário do Tesouro e escreveu-o sob o impacto das hiperinflações do pós-guerra. Enxergava a excessiva emissão de notas na Alemanha (e outros países), principalmente, como forma disfarçada de taxaço, a la “imposto inflacionário”.

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

No entanto, “Keynes apresentou-se em seu *Tratado sobre Reforma Monetária* como um fanático crente da Teoria Quantitativa da Moeda, acreditando plenamente no sentido causal de determinação do nível geral dos preços pela quantidade de moeda. No *Tract*, Keynes era ortodoxo quanto à Teoria Quantitativa da Moeda como qualquer antigo economista, e mais ortodoxo que vários. Ele era muito mais estritamente monetarista que Marshall e Pigou” (Kahn, 1984, p. 53).

O próprio Marshall, mestre de Keynes, refere-se criticamente à Teoria Quantitativa da Moeda, no *Money, Credit and Commerce*, publicado no mesmo ano de 1923. Argumenta que esta teoria é de inspiração tautológica, e julga quase não-factíveis as condições necessárias para sua validação. Considerando a necessidade de supor a função de demanda por moeda estável, as seguintes variáveis deveriam permanecer constantes ou estáveis: a população, o volume de negócios *per capita*

transacionados pela população, o percentual desses negócios que é diretamente afetado pela moeda, e a eficiência (ou rapidez de circulação média) da moeda. Mesmo que estas condições fossem alcançadas, a Teoria Quantitativa da Moeda, para Marshall, torna-se “quase um truísmo”. Segundo Lopes e Andrade (1992, p. 87), “esta posição é muito semelhante à de Keynes do *Treatise on Money* (1930), ao mesmo tempo em que se alinha com Thornton (1802)”.

A TQM é aceita por Marshall apenas no longo prazo. Inicialmente, Keynes ([1923] 1992, p. 91) afirma sobre ela: “Esta teoria é fundamental. Sua correspondência com os fatos é inquestionável”. Porém, quatro páginas após, nega sua validade, na forma em que é normalmente apresentada, exceto no longo prazo. “Mas este longo prazo é um guia confuso para a conjuntura. No longo prazo estaremos todos mortos”. Variação na quantidade de moeda, em período mais curto que esse longo prazo, poderia ser a própria causa de variação no k , na fórmula representativa da TQM, segundo a Equação de Cambridge: $M = kPY$. Keynes questionava, portanto, os postulados da proporcionalidade entre o saldo monetário e o nível geral de preços, dado o produto real, e da velocidade de circulação da moeda estável, ambos da TQM.

Nos rascunhos anteriores ao *Treatise on Money*, a TQM continuou por um tempo a dominar o pensamento de Keynes. Kahn demonstra, através de várias passagens desse livro de 1930, como ele se manteve fascinado por essa Teoria. Porém, esta foi a primeira ocasião no qual Keynes admitiu que a TQM era truísmo, suposta verdade incontestável. Germinou nele também a semente do que floresceu, na *Teoria Geral*, sob o nome de Teoria da Preferência pela Liquidez.

Harrod (1958, p. 463-464) é entusiasta do *Treatise on Money*, publicado em dois volumes em dezembro de 1930. Para ele, “esta grande obra encerra a sabedoria acumulada por Keynes sobre a moeda, que constituía de modo preeminente o campo de sua especialidade. (...) É sua obra mais madura. Não cabe dúvida que, quando a escreveu, esperava que, durante muito tempo, seria o texto mais autorizado sobre o tema. (...) O *Tratado sobre a Moeda* teve má sorte. Desde que se publicou foi menos lido do que esperava o autor quando escreveu. (...) Não obstante, tem certa validade a afirmação de que o estudante do futuro, se tem que escolher entre os trabalhos de Keynes, obterá do *Tratado* a melhor perspectiva de sua contribuição à economia. (...) A aparição da *Teoria Geral* contribuiu muito a que se lesse menos o *Tratado*”.

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

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

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

O problema com a política monetária agora estava claro. Podia tornar reservas disponíveis. Não podia fazer com que fossem levantadas por empréstimos, provocando a resultante criação de depósitos. Quanto à velha questão do fluxo de causação, agora estava claro que era o estado da economia que predominava, pelo menos em períodos de depressão. A oferta de moeda não afetava os preços e o comércio tanto quanto o estado da economia influenciava a oferta de moeda e o nível geral dos preços (Galbraith, [1975] 1983, p. 225-226).

A solução era tornar a criação e o uso da moeda uma necessidade, colocada pela política fiscal, e não mera vontade. A moeda não devia ser apenas ofertada, mas gasta, isto é, devia influenciar diretamente o estado da atividade econômica através dos gastos públicos.

Keynes pretendia que sua teoria fosse, radicalmente, diferente das teorias de sobre-inversão, de subconsumo, e de sub-poupança, já que atribuía a influência crucial à disparidade entre o investimento e a poupança. Deprendia-se claramente de sua teoria que o objetivo da política econômica deveria ser assegurar que os investimentos se mantivessem, no possível, iguais às poupanças; isto teria o efeito colateral da manutenção da estabilidade do nível de preços. “Nesta matéria, aproximou-se mais de Knut Wicksell, a quem ele rendeu tributo; não cabe dúvida de que o processo de pensamento mediante o qual Keynes chegou a suas conclusões era independente, e não derivado do estudo de Wicksell” (Harrod, 1958, p. 471).

Segundo a própria opinião de Keynes, ele havia antecipado nova teoria da causa da oscilação, consistindo tal causa nas divergências entre o investimento e a

poupança. Estas, e não as variações na quantidade de moeda, acompanhadas de velocidade de circulação da moeda estável, que acompanhavam o movimento inflacionário ou deflacionário. Entretanto, seus críticos (D. H. Robertson, F. A. von Hayek, etc.) supunham que a antiga teoria monetária era exata. Partindo desse pressuposto, eles encontravam, facilmente, toda classe de contradições e de inconseqüências no *Tratado sobre a Moeda*.

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

Carvalho (1987, p. 45-46) defende que é posteriormente ao *Tratado sobre a Moeda*, na sua nova “visão” de economia, desenvolvida entre 1930 e 1936, que reside a revolução de Keynes. “Característica essencial desta nova visão será a integração de processos reais e monetários, a percepção dos elos que ligam a acumulação de ativos reais e financeiros. No *Treatise*, esta integração está presente de forma implícita. Keynes ainda se move, essencialmente, no mundo clássico da economia em que os processos e as decisões básicas são ‘reais’ as quais se ‘adicionam’, posteriormente, grandezas monetárias. (...) Não injustamente, a principal crítica feita ao *Treatise* foi de inconsistência”.

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

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

Batizei este livro *A Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda*; a terceira característica para a qual quero chamar atenção é o tratamento da moeda e dos preços. A análise seguinte registra minha fuga final das confusões da Teoria Quantitativa da

Moeda, em que antes me emaranhara. Considero que o nível geral dos preços é determinado precisamente da mesma maneira que os preços individuais, isto é, sob a influência da oferta e da demanda. As condições técnicas, o nível dos salários, o grau de capacidade ociosa das unidades de produção e da mão-de-obra, e o estado do mercado e da concorrência determinam as condições de oferta dos produtos tomados individualmente e dos produtos como um todo. As decisões dos empresários, que originam a renda dos produtores tomados individualmente, e as decisões desses indivíduos quanto à disposição a ser dada a essa renda determinam as condições da demanda. E os preços – tanto os preços tomados individualmente como o nível geral dos preços – aparecem como a resultante desses dois fatores. A moeda e a quantidade não constituem influências diretas a essa altura do processo. Elas já fizeram seu trabalho em etapa anterior da análise. A quantidade de moeda determina a oferta de recursos líquidos e, conseqüentemente, a taxa de juros, e, em conjunto com outros fatores (particularmente a confiança), o estímulo a investir, o que por sua vez fixa o nível de equilíbrio da renda, da produção e do emprego e (a cada etapa em conjunto com outros fatores) o nível geral dos preços através das influências da oferta e da demanda assim estabelecidas (Keynes, [1936] 1983, p. 11).

2 Reforma e contra-reforma

O efeito de *The General Theory*, segundo Galbraith ([1975] 1983, p. 229), foi legitimar idéias que já estavam em circulação. A ação governamental necessitava de racionalização, que foi fornecida por essa obra.

Keynes há muito tempo era suspeito, perante os seus colegas, pela clareza do seu estilo e do seu pensamento, os dois quase sempre andando juntos. Em *The General Theory*, ele recuperou a sua reputação acadêmica. É trabalho de obscuridade profunda, mal escrito e prematuramente publicado. Todos os economistas afirmam tê-lo lido. Somente alguns o fizeram. Os demais sentem certa culpa secreta porque jamais o lerão. Parte de sua influência resultou do fato de ser bastante incompreensível. Outros estudiosos foram necessários para compreender o seu significado e reformular as suas proposições de forma inteligível.

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

Logo após a publicação da *Teoria Geral* houve certo fascínio pelo Cap. 17, devido em parte, indubitavelmente, à sua obscuridade. A escavação nessa área, contudo, cessou assim que se percebeu que o capítulo não continha nenhuma mina de ouro. Entretanto, a discussão (embora certamente possa ser melhorada) não é inteiramente isenta de mérito, e dela se podem extrair alguns pontos interessantes; todavia, de modo geral não se perderia muito se o capítulo jamais tivesse sido escrito. (...) A discussão feita por Keynes na Seção I, Cap. 17, é confusa e sem importância real (Hansen, [1983] 1957, p. 171).

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

Os pós-keynesianos argumentam que Keynes estava fundamentalmente preocupado com a economia monetária, onde a moeda é “não-neutra”. Eles se apóiam, fortemente, para consubstanciar o argumento, sobre o Capítulo 17 da *Teoria Geral*, que apresenta as propriedades essenciais da moeda. A dúvida, que alguns levantam, é se o fato da moeda ter “elasticidade de produção zero” é consistente com a hipótese da oferta de moeda endógena.

A questão intrigante é: por que Keynes, que em seus trabalhos anteriores supôs ser endógena a oferta de moeda, adotou, na *Teoria Geral*, a hipótese da oferta de moeda exógena? Harcourt (1989, p. 59) sugere que o caso podia envolver razão tática, pois, se a oferta de moeda pudesse ser considerada como dada, pelo menos sob o ponto de vista da sua nova teoria, e ainda assim pudesse mostrar que o nível geral dos preços variaria por outras razões, então este seria outro duro golpe contra a TQM.

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

Portanto, Keynes foi abandonando a TQM ao longo de várias fases. Na *Teoria Geral* atingiu, finalmente, formulação nova. Para encontrar os determinantes do nível geral dos preços, sugere analisar o nível das taxas de salários monetários. A moeda desempenha papel secundário. A quantidade de moeda é controlada pelo sistema bancário. Quando a demanda efetiva cresce, induz o acréscimo na velocidade de circulação da moeda média (V), à medida que disponibilidades monetárias vão sendo transferidas do entesouramento para circulação ativa. Se o sistema bancário não atender a maior necessidade, aumentando a quantidade de moeda, a demanda por moeda provocará a elevação do nível das taxas de juros, o que obrigará a variável V

subir até o ponto necessário. Por exemplo, os agentes econômicos serão induzidos a trocar a posse de moeda por títulos, quando o rendimento destes se elevar.

A principal determinante do nível das taxas de juros é o estado das expectativas. Keynes ficou convicto de que a taxa de juros era fenômeno monetário que não estava limitado por forças reais.

A taxa de juros, confundida com a taxa de rendimento do investimento, era, no sistema ortodoxo que tinha que atacar, o elemento regulador que provocava o investimento das poupanças e garantia o equilíbrio em situação de pleno emprego. Tinha de fazer todas as concessões possíveis em relação a este ponto, para conseguir ser ouvido. Teria sido muito mais simples começar por admitir uma taxa de juros constante e uma oferta de moeda perfeitamente elástica. Mas se tivesse optado por esta via, a sua análise seria imediatamente destruída e classificada como uma simples incompreensão da posição ortodoxa. Keynes teve de aceitar os preconceitos dos seus críticos para poder fazer explodir, pelo interior, as teorias dominantes (Robinson, 1976, p. 76).

Entretanto, sua moderação não teve sucesso. Mesmo na Inglaterra, em que foram mais elegantes, houve contra-reforma e restauração. Como denuncia Joan Robinson, fervorosa discípula de Keynes, “as doutrinas da *General Theory* (embora, como dizia Keynes, fossem ‘moderadamente conservadoras’) foram consideradas chocantes. As concessões que fez à ortodoxia em relação à taxa de juros foram rapidamente usadas para produzir versão suavizada do seu sistema teórico, que o transformou, mais uma vez, em uma variante da teoria quantitativa. O primeiro a fazê-lo foi o professor (e agora Sir John) Hicks com as suas célebres curvas IS e LM” (Robinson, 1976, p. 76).

Na verdade, Hicks não era nenhum dogmático. Também se afastava de todo sectarismo de “partidos econômicos”. Talvez por causa desta postura independente não tenha formado a corrente de seguidores “hicksianos”. O que absolutamente não significa que não possua uma série de admiradores, em economistas de diferentes extrações ideológicas, inclusive tendo recebido o Prêmio Nobel de Economia em 1972. O irônico de sua brilhante carreira de formulador teórico é que tenha sido mais conhecido como “o criador do IS-LM”. Este foi um feito menor em sua vasta obra teórica, ao longo de mais de 60 anos.

Hicks ([1982] 1989, p. 269-270) renega o diagrama IS-LM. “Devo dizer que esse diagrama é agora muito menos popular para mim que para muitas outras pessoas, segundo acredito. Reduz a *Teoria Geral* a uma economia do equilíbrio, não está realmente no tempo. Por suposto, é por isso que ganhou tanta popularidade. Muito mais pertinente é *Valor e Capital* (1939). Grande parte desse livro escrevi antes de ler a *Teoria Geral*; ainda que Keynes apareceu ao final, a parte chamada ‘dinâmica’ foi

escrita sob influência de Lindahl. Seguramente podemos dizer que Lindahl *não* era, de modo algum, equilibrista; a distinção entre o passado e o futuro (*ex-ante* e *ex-post*) se encontra no centro de sua obra”.

Em sua opinião, a “Revolução Keynesiana” não foi apenas “revolução” (mais apropriado seria classificá-la como mera “reforma”) na teoria econômica, mas também na propaganda, pois *Teoria Geral* foi a maneira de Keynes vender sua política econômica aos economistas profissionais. No entanto, “a técnica do livro – escrevi em meu primeiro comentário – é conservadora, quer dizer, proporciona modelo sobre o qual os economistas acadêmicos podem realizar tranquilamente seus truques costumeiros. Não o têm feito? Com o gráfico ISLM eu próprio caí na armadilha. (...) Agora, a uma distância maior, parece-nos (acho eu) que a *Teoria Geral* perde sua estatura, enquanto que o *Treatise*, apesar de suas excentricidades, cresce. A *Teoria Geral* é uma brilhante redução da economia dinâmica a hábitos de pensamentos estáticos. *Treatise* é mais autenticamente dinâmico, portanto, mais humano” (Hicks, [1977] 1978, p. 160).

O que influenciou na avaliação hicksiana da *Teoria Geral*? Antes da leitura do livro, ele entrara em contato com o que estava acontecendo na Suécia. Começou com *Monetary Equilibrium* de Myrdal, que leu em alemão e comentou para *Economica* (em novembro de 1934). Achou esse trabalho muito estimulante.

O método geral, o uso da análise estática para a determinação do equilíbrio macroeconômico de curto prazo, com a inclusão das expectativas como dados – o método que Keynes usaria tão brilhantemente –, tudo isso eu já conhecia em Myrdal. E eu tinha uma compreensão ainda melhor do que a obtida diretamente de Myrdal, porque tive a feliz oportunidade de entrar em contato com Erik Lindahl, que esteve em Londres no verão de 1934 e novamente em 1935. O trabalho crítico, no qual o livro de Myrdal se fundamentava, deveu-se em grande parte a Lindahl. Ele foi o pai da Teoria da Contabilidade Social; foi uma felicidade que, ao comentar o livro de Keynes, tivesse também comigo essas coisas (Hicks, [1977] 1978, p. 156).

Refletindo essas influências, ao final de *Keynes e os Clássicos*, Hicks chega a afirmar que “generalizada desta maneira, a teoria keynesiana começa a parecer-se muito à de Wicksell; por suposto, isto não deve surpreender-nos. De fato, há um caso especial em que encaixa absolutamente na construção de Wicksell. Se há ‘pleno emprego’ (...)” (Hicks, [1937] 1988, p. 374).

A ocupação principal durante os anos de 1935 a 1938, que Hicks passou em Cambridge, foi a redação de *Valor e Capital*. Apresenta-o como uma obra de construção de “pontes”, não tanto entre a microeconomia e a macroeconomia (como normalmente o consideram), mas entre o sistema neoclássico estático e os modelos

dinâmicos, onde se distingue, devidamente, entre o passado e o futuro, o que mais o interessava na época. Deve muito do que obteve aos suecos, Myrdal e Lindahl. De Myrdal obteve a idéia de “equilíbrio temporal”, um momentâneo equilíbrio de mercado no qual as expectativas dos preços se tomam como dadas; foi Lindahl quem o ensinou a unir seus “equilíbrios temporais”.

Portanto, Hicks, jovem economista da London School of Economics, estava ocupado com essa tarefa maior, quando foi convidado por Keynes, editor da *Economic Journal*, professor da Universidade de Cambridge, para resenhar seu livro. Keynes, no início dos anos 30's, conhecendo Hicks somente através da leitura de resenha sobre seu primeiro livro (*Theory of Wages*), o considerava adepto do “dogmatismo da corriola da LSE [*London School of Economics*]”. Mas quando Hicks escreveu a terceira versão de *Simplifying the Theory of Money*, recebeu o seguinte comentário de Keynes: “Muito obrigado pelas provas de seu artigo. Gostei muito. Concordo com você em que o que agora denomino ‘preferência pela liquidez’ é o conceito essencial da teoria monetária”. Ironicamente, Hicks ([1977], p. 154-155) diz: “esta foi a primeira vez que ouvi falar em preferência pela liquidez”...

Foi, sem dúvida para Hicks, devido à publicação original, em fevereiro de 1935, de seu *Simplifying the Theory of Money* ([1967] 1975) que ele recebeu a difícil honra, pois tinha apenas três meses para escrever a resenha sobre a *Teoria Geral* para o *Economic Journal*, por ocasião de sua publicação, em janeiro de 1936. Ele não era membro do grupo de Keynes, só o conheceu, pessoalmente, quando foi entrevistado por ele e por Pigou, na ocasião de sua indicação para o cargo de professor em Cambridge, mas tinha mostrado naquele trabalho que algumas de suas idéias seriam compatíveis com as do livro dele. O editor da *Economic Journal* não queria correr risco...

Muito tempo após, Hicks ([1982] 1989, p. 232) volta a alertar para a perigosa identificação do total da liquidez com a magnitude de saldo monetário. “É explicável que Keynes (em 1936) tenha tratado a preferência pela liquidez como a demanda por dinheiro, e é possível que nessa época tenha sido suficiente; porém também é explicável que o Comitê Radcliffe tenha sentido a necessidade de algo diferente em 1959”.

Neste mesmo artigo, finalmente, Hicks ([1982] 1989, p. 248) “abre o jogo”... Com todas as letras!

[O que isso significa], em termos da teoria monetária, é que Keynes resulta, para nós, demasiado monetarista. O que necessitamos, como versão simplificada do sistema monetário que sublinhe as coisas mais importantes para nós, é algo que preste menos

atenção que Keynes à quantidade de dinheiro. Em algumas partes de meus escritos posteriores, tratei de esboçar tal modelo. (...) Ele significa regressar de Keynes (o Keynes da *Teoria Geral*) ao Keynes do *Treatise...* e a Wicksell.

3 Combate do Relatório Radcliffe à Teoria Quantitativa da Moeda

Passaram-se anos, desde a publicação da *Teoria Geral*, a TQM retomou sua hegemonia, inclusive entre keynesianos, e a política monetária não funcionava como era previsto. As críticas eram dirigidas não para seus fundamentos teóricos, mas sim aos métodos de controle inadequados ou à falta de competência de seus formuladores.

O Comitê para o Funcionamento do Sistema Monetário (*Committee on the Working of the Monetary System*), sob a presidência de Lord Radcliffe, um advogado, foi criado em maio de 1957, na Inglaterra. O Comitê Radcliffe foi dotado de vastos poderes “para inquirir sobre o funcionamento do sistema monetário e do crédito e para fazer proposições”. Além do Presidente, compunha-se de oito membros: todos eram personalidades reputadas. Entre eles, havia dois economistas renomados: Cairncross e Sayers, sendo que este apresentou os fundamentos teóricos do *The Radcliffe Report* no *Economic Journal* de 1960. O trabalho foi concluído em dois anos, em que o Comitê apelou para testemunhos orais, transcritos em quase 1000 páginas, e estudou mais de 150 documentos de instituições e autores consagrados, entre os quais, Nicholas Kaldor, Richard Kahn e Roy Harrod.

The Radcliffe Report (1959) é documento-fonte fundamental na construção de uma TAM. Ele, provavelmente, contrariou aqueles mandatários ingleses que tinham decidido instalar o Comitê. A política monetária então adotada recebeu, implicitamente, condenação severa. Sobre as questões essenciais, o Comitê adotou posição diametralmente oposta ao ponto de vista ortodoxo ou tradicional.

O fundamento intelectual de *The Radcliffe Report* é exposto por Chick (1973, p. 58).

Mudanças de idéias não ocorrem em vácuo. As concepções do mecanismo de transmissão da política monetária dos membros do Comitê se basearam em dois simples mecanismos: $M \rightarrow Y$ e $M \rightarrow r \rightarrow I \rightarrow Y$, a ligação direta da teoria quantitativa e o mecanismo de transmissão através da taxa de juros. *The Radcliffe Report* pode ser visto como reação keynesiana contra a teoria quantitativa. Apresenta vigoroso ataque sobre a importância da oferta de moeda, na medida em que questiona se a própria moeda pode ser definida”.

A segunda ligação no encadeamento keynesiano, entre variações na taxa de juros e no investimento, não era apresentada como forte, permitindo somente tênue conexão entre moeda e renda. A contrapartida disso é que refutava, facilmente, a TQM

pré-Friedman, criticando seu postulado da proporcionalidade (velocidade estável), mas tinha dificuldade em revelar a *raison d'être* para a política monetária, evitando a ligação juros-investimento. Pesquisas revelavam que a taxa de juros não era determinante significativo para as decisões de investimento.

O novo mecanismo de transmissão foi desenvolvido sobre duas idéias básicas: primeira, o gasto era ligado não à moeda, mas à liquidez, e segunda: a liquidez poderia ser influenciada pela manipulação da taxa de juros. Desde que não havia ligação simples entre moeda e gasto, o controle da oferta de moeda não era o objetivo apropriado, alcançável pela política monetária. Somente pelo controle da liquidez da economia a política monetária poderia ser efetiva. Como fosse assunto prático, a liquidez poderia ser influenciada por operação sobre a estrutura de taxas de juros. Variações nas taxas de juros, embora tendo pouco impacto direto sobre o investimento e a demanda do consumidor, teriam efeito poderoso sobre a oferta de fundos dos bancos e de outras instituições de crédito. Elevando as taxas de juros, as autoridades monetárias poderiam refrear a demanda não através do crescimento do custo de empréstimos, mas afetando os *portfolios* dos emprestadores e restringindo a disponibilidade de *finance*. De acordo com essa abordagem, os bancos deveriam ser submetidos a certas regras, não por serem “criadores de moeda”, mas por serem os maiores emprestadores do lado mais direto, ou mais líquido, do mercado de crédito.

Assim, a política monetária passou a ser vista como meio de regulação da demanda através do controle do crédito. O Comitê Radcliffe, mesmo considerando a oferta de moeda (M1) como quantidade que não se poderia negligenciar, a via apenas como parte da estrutura mais ampla referente à liquidez da economia. “A decisão de gastar depende então da liquidez em amplo sentido, e não do acesso imediato à moeda. O gasto não é limitado pela quantidade existente de moeda, mas depende da quantidade de moeda que as pessoas pensam poder dispor, quer seja pela renda proporcionada por receitas (por exemplo, de vendas), pela conversão de ativos ou por empréstimos” (Comitê Radcliffe. *The Radcliffe Report*. parágrafo 390. *apud* Kaldor, [1982] 1985, p. 45).

O fato constatado da despesa não ser limitada pela quantidade existente de moeda levava o Comitê Radcliffe a evocar a velocidade de circulação da moeda. Demonstrava, estatisticamente, que o volume de gastos aumentava fortemente sem que a massa monetária sequer tivesse variado: isto porque a velocidade de circulação da moeda aumentava. Nenhuma experiência da história monetária, segundo o Comitê, sugeria a existência de qualquer limite para essa velocidade. Quanto mais se

desenvolvia a estrutura financeira, mais a velocidade podia variar sem graves inconvenientes.

O comentário lacônico de Kaldor, na mesma apresentação do Relatório, foi o seguinte.

Eu me pergunto se os membros do Comitê tinham plenamente consciência de rejeitar com uma frase a Teoria Quantitativa da Moeda em todas suas versões, de Cantillon e Hume à Mrs. Thatcher, passando por Ricardo, Marshall e Walras, mais Irving Fisher e Milton Friedman (para não mencionar além dos mais conhecidos), e sua armada de seguidores.

Isto porque a própria essência da TQM é a estabilidade da demanda por moeda, que se enxerga ou como a quantidade de poder de compra, ou seja, a cesta potencial de bens que um indivíduo deseja possuir sob forma de moeda, ou então como parte da renda nominal ou da circulação monetária. Isso, por sua vez, implica que a velocidade de circulação da moeda é estável, já que a velocidade de circulação não seria mais do que o inverso da demanda por moeda, expressa como proporção da renda ou da circulação monetária: os dois conceitos são, por definição dessa teoria, idênticos. Assim, a TQM é válida somente caso a velocidade de circulação da moeda permaneça estável e invariante, mesmo que a quantidade de moeda passe por flutuações. Se este não é o caso, ou seja, se a velocidade de circulação da moeda, como sugere o Comitê Radcliffe, é dependente dos valores tomados pela quantidade de moeda com relação ao nível de renda, poderia se concluir que não há influência direta ou causal da quantidade de moeda sobre os gastos ou sobre o nível de preços.

O problema é que, se a moeda não pode ser definida, segue-se que a velocidade de circulação da moeda pode ser qualquer coisa. Ao contrário da concepção de Hicks, na de Chick, a moeda usada como meio de troca é ativa (e não passiva); ela se torna ociosa apenas enquanto for usada como reserva de valor. Mas, geralmente, a moeda não é mantida ociosa, a menos que haja plano de torná-la ativa em algum tempo futuro. “A extensão do uso de crédito não-bancário e a divisão entre saldos monetários ‘ativos’ e ‘ociosos’ determinam a velocidade de circulação da moeda. Embora as autoridades monetárias possam sempre afetar (se não perfeitamente controlar) a oferta de moeda, a velocidade é determinada pelo comportamento dos possuidores de moeda, dos bancos e outras instituições de crédito – o setor privado. Se o setor privado atua de maneira a aumentar a velocidade, enquanto as autoridades tentam restringir o gasto por redução (ou não permitindo o crescimento) da oferta de moeda, a restrição tentada será frustrada” (Chick, 1973, p. 61). A velocidade compensaria o contracionismo na política monetária, se todos pretendentes a gastar podem sempre obter *finance*. A política monetária não influenciaria a demanda agregada. Este é o alerta de *The Radcliffe*

Report, não vendo nenhum limite, em princípio, para a velocidade. Trata-se do “postulado da instabilidade da velocidade de circulação monetária” da TAM.

Mas, para Chick, isto ocorre meramente pela ausência de arbítrio na agregação da quantidade de moeda. Qualquer um poderia mostrar que quanto mais ampla a definição de moeda, menor seria a variação na velocidade de circulação da moeda. Esta seria mais estável, porque o número de ativos que são definidos como meio de troca é progressivamente estendido.

A má vontade do Relatório Radcliffe em definir moeda teve conseqüências políticas importantes, pois se concluiu que a quantidade de moeda era uma variável sem significância, ou seja, “moeda não importava”. Isto desagradava à Chick, já que a baixa sensibilidade da demanda por crédito à taxa de juros seria superada pelo aperto do crédito. Diz ela: “é se o dinheiro é fácil ou raro, e não se é barato ou caro, que importa” (Chick, 1973, p. 61).

A observação de *The Radcliffe Report* foi que o controle do estoque de moeda era desperdício de tempo: a velocidade de circulação da moeda podia aumentar ao arbítrio do setor privado. Havia três meios: alterando os arranjos de pagamentos, mudando o volume de crédito direto, ou elevando o montante de intermediação financeira. O último era o mais importante, pois se os tomadores que falhassem em obter crédito de uma fonte recorreriam a outra. Na histórica controvérsia sobre “a singularidade dos bancos”, *The Radcliffe Report* assumiu a posição que intermediários financeiros não-bancários não eram fundamentalmente diferentes dos bancos. Então, nada sugeria concentrar o controle apenas sobre os bancos, como tradicionalmente era característica da política monetária.

Viu-se que, para *The Radcliffe Report*, a decisão de gastar não é tomada somente com referência ao montante de moeda realmente nas mãos das famílias ou das firmas no momento em que a decisão é tomada. A decisão é tomada na expectativa que o dinheiro (*finance*) tornar-se-á disponível. A “restrição orçamentária” possuiria três componentes: renda, liquidez da riqueza, e linhas de crédito. Chick pensa que esta era quase uma razoável teoria do comportamento microeconômico, mas generalizá-la para o gasto agregado envolveria falácia da composição. Os ativos “quase-moedas” poderiam ser líquidos para os possuidores individuais, desde que fossem tão diminutos que não causassem nenhum impacto significativo no mercado. Porém, no agregado, a liquidez alteraria, e os preços seriam derrubados, em qualquer tentativa de conseguir meios para gastar através da venda simultânea desses ativos.

Obviamente, qualquer um pode planejar gastos, baseado no que pensa possuir, mas seu gasto efetivo dependerá se, de fato, confirmar-se o fluxo de caixa da renda corrente, se terá sucesso na venda efetiva dos ativos, ou se será bem sucedido nos empréstimos. O gasto macroeconômico é convencionalmente interpretado como a soma dos planos individuais, formulados com base em expectativa ou estimativa de liquidez. As expectativas individuais nem sempre se confirmam, então não há relação direta entre o agregado dos planos individuais e a demanda agregada efetiva. O momento de pagamento chega, e então é a posse de dinheiro que realmente conta, na implementação dos planos de gasto. Os planos individuais podem ser inconsistentes na tentativa de serem implementados ao mesmo tempo.

Chick (1973, p. 72) conclui suas observações críticas a *The Radcliffe Report*, afirmando que “o poder de compra que ele [o indivíduo] realmente possui é a restrição sobre sua capacidade de gastar. (...) Quando o momento de pagamento chega, o ativo líquido não é substituto para a moeda em tudo. Pode ser substituto próximo enquanto permanece ocioso, mas não é substituto perfeito no pagamento”. Essas observações, que sugerem considerar o custo da conversão de ativos líquidos em moeda legal propriamente dita, são incorporadas no “postulado da validação monetária” da TAM.

4 Postulados de Teoria Alternativa da Moeda segundo Kaldor

The Radcliffe Report parece ter sido fortemente influenciado pela contribuição de Kaldor, apontando a falta de efetividade da política monetária, tanto em função de variações na velocidade de circulação da moeda, quanto devido à inelasticidade dos gastos às variações das taxas de juros. Sir Roy Harrod (outro colaborador do Comitê Radcliffe) confirmou essa impressão de “certa semelhança familiar” entre o ponto de vista de Kaldor e o de *The Radcliffe Report*.

A teoria monetária de Kaldor foi construída em três diferentes estágios, cada qual distante no tempo em torno de dez anos. Em 1958, Kaldor apresentou seu *memorandum* para o Comitê Radcliffe. Em 1970, publicou seu artigo no *Lloyds Bank Review*, com o propósito de dar um basta na crescente popularidade do monetarismo na Inglaterra. Em 1980, Kaldor lançou novo ataque ao monetarismo, em seu *memorandum* à investigação do *House of Commons Committee*. Esta incumbência desenvolveu-se em série de artigos, em 1981, e livro (*The Scourge of Monetarism*, 1982), cujo título já diz tudo.

Para Kaldor, o monetarismo aplicado era sinônimo de deflação, mas mascarada como fruto de doutrina científica. Na verdade, o monetarismo era movimento reacionário para ser resistido de toda forma possível. A maior parte de sua

energia foi devotada a essa tarefa, nos anos 1980s, através de cartas à imprensa, discursos na *House of Lords*, conferências em toda parte do mundo, livro e artigos em revistas acadêmicas.

A evolução da visão monetária de Kaldor é apresentada por Lavoie (1991, p. 260-264). A principal mensagem do *memorandum* de Kaldor ao Comitê Radcliffe é que a velocidade de circulação da moeda é flexível. Agentes econômicos têm a capacidade de criar substitutos para a moeda e economizá-la em seus saldos transacionais. Assim, através de acréscimos na velocidade de circulação da moeda, podem evitar as tentativas do Banco Central controlar o estoque de moeda e influenciar a economia. Entretanto, Kaldor reconhece que os substitutos da moeda não são isentos de inconveniência. Por essa razão, as taxas de juros em curto prazo podem se elevar.

Como, para as autoridades monetárias, é quase impossível realizar “sintonia-fina”, qualquer drástica escalada na alta dos juros tem efeitos perversos sobre a economia. As elevações nas taxas de juros, em larga margem, somente de forma temporária conduzem ao adiamento dos gastos. No entanto, essa política induz amplas flutuações nas taxas de juros de curto prazo, o que cria mais incerteza, conduzindo a maior acréscimo na taxa de juros de longo prazo.

Em suma, o *memorandum* de Kaldor em 1958 possui poucas ligações com a Teoria da Moeda Plenamente Endógena, que ele desenvolveria nos anos 80's. Para opor-se, então, à velha TQM, Kaldor se baseava, principalmente, sobre a substancial flexibilidade da velocidade de circulação da moeda. Esta linha de abordagem foi adotada, plenamente, por *The Radcliffe Report*.

Enquanto no *memorandum* para o Comitê Radcliffe Kaldor não fez nenhuma referência explícita aos teóricos quantitativistas, em 1970 decidiu escrever artigo intitulado *The New Monetarism*, inteiramente devotado às alegações da Escola de Chicago. Há, entretanto, substanciais diferenças entre o Relatório Radcliffe e o *paper* no *Lloyds Bank Review*. No primeiro, Kaldor insistiu sobre a variabilidade da velocidade de circulação da moeda. No último, parece ter aceitado como fato a relativa estabilidade da velocidade de circulação da moeda. Para justificá-la, reverte a causalidade em relação à adotada por Friedman, que era da moeda para a renda. Dá como exemplo figurado o caso da época do Natal, quando o acréscimo sazonal da oferta de moeda é devido ao acréscimo do gasto pelo público, e não o reverso.

Kaldor alega que o nó da questão é que a oferta de moeda é endógena, não exógena. A oferta de moeda se acomoda às necessidades da troca. É onde Kaldor inova, em comparação com a apresentação de 1958. Nos anos 50's, a atitude das

autoridades monetárias não foi cooperativa, portanto, aumentou o giro da moeda. Nos 60's, evitando a ruptura do crescimento, a política monetária foi acomodatória. Isto explicava porque, na visão de Kaldor, houve poucas inovações financeiras ou aparecimento de substitutas da moeda, e, conseqüentemente, a velocidade de circulação da moeda permaneceu estável. Bancos centrais eram forçados a mostrar moderação no exercício do poder, especialmente quando a elasticidade-juros da moeda era baixa. Basicamente, a taxa de variação no estoque de moeda era influenciada pela taxa de variação da renda nominal.

Dez anos após, “para criticar o monetarismo, Kaldor providenciou não só evidência empírica contra ele, mas também bem formulada Teoria Alternativa da Moeda, que compete contra o monetarismo, a síntese neoclássica e mesmo a *Teoria Geral* de Keynes” (Lavoie, 1991, p. 263).

Então, Kaldor apresenta o que Lavoie considera ser os principais elementos da Teoria da Moeda Endógena. Primeiro, sob o padrão hegemônico da moeda creditícia, a oferta de moeda é reflexo das variações nos gastos e conseqüente demanda por empréstimos. Portanto, sua primeira proposição básica é que a moeda creditícia é criada por empréstimos bancários. Sua segunda proposição básica é que a moeda é extinta como resultado do reembolso do débito bancário. Kaldor recupera a Lei do Refluxo da *Banking School*.

Conseqüência disso é que nunca pode haver qualquer excesso de oferta de moeda creditícia na economia. Com a moeda creditícia não-desejada para gastos em bens, os agentes econômicos pagam suas dívidas e/ou fazem aplicações que rendem juros, naturalmente, inferiores aos que pagariam por empréstimos.

Outra conseqüência é que a criação líquida de moeda creditícia resulta da diferença entre dois fluxos financeiros opostos. Moeda é analisada mais como fluxo do que estoque. Conseqüentemente, o efeito *portfólio*, destacado por Keynes como típico de economia de mercado de capitais, assume papel secundário. Mesmo quando este efeito é considerado, Kaldor volta ao seu argumento de 1970, explicando que a demanda por moeda inelástica aos juros impede ao Banco Central de usar operações de *open market* para restringir, seriamente, a criação de moeda, por medo de desestabilização do sistema financeiro baseado na “pirâmide de crédito”.

Kaldor chegou a rejeitar a Teoria da Preferência pela Liquidez de Keynes, assim como a função demanda por moeda de Friedman. Em suas palavras, “de qualquer modo, uma vez que aceitamos que a oferta de moeda é endógena (varia automaticamente com a demanda em dada taxa de juros), a ‘preferência pela liquidez’

e o comportamento da velocidade de circulação da moeda cessam de ser importantes” (Kaldor, [1982] 1985, p. xvii). Ele lamenta que Keynes tenha apresentado essa solução para a determinação da taxa de juros, “infortunadamente (...) como modificação da Teoria Quantitativa da Moeda, não seu abandono” (Kaldor, [1982] 1985, p. 21).

Kaldor também desenvolve a causalidade reversa entre o estoque de moeda e a base monetária. A última é determinada pelo primeiro, pois os empréstimos criam depósitos, que expandem as reservas, contidas na base monetária. Desta maneira, bancos centrais não podem controlar a base monetária, somente a taxa de redesconto. As autoridades monetárias escolhem a taxa de juros que cobram para providenciar empréstimos de liquidez, em vez de fixarem a oferta de moeda ou as reservas. A elasticidade da oferta de moeda, na taxa de juros escolhida pelas autoridades monetárias, é infinita. Em representação gráfica, no espaço juros-moeda, a curva de oferta de moeda é horizontal.

Tendo endossado a Teoria da Moeda Endógena, Kaldor reverteu a visão a respeito do controle monetário apropriado. No *memorandum* ao Comitê Radcliffe, propôs atuar, principalmente, sobre as taxas de juros. Mas em seu *memorandum* a *House of Commons*, Kaldor recomendou o retorno aos controles do crédito, ao qual opôs em 1958. Entretanto, considerava sem sentido a exigência de recolhimento compulsório de reservas bancárias.

Em resumo, as opiniões de Kaldor em matéria de moeda mudaram quase substancialmente entre 1958 e 1982, embora ele tenha sido sempre opositor a qualquer forma da Teoria Quantitativa da Moeda. Mas considerando que suas críticas à última, inicialmente, davam a impressão de derivar de algum esquema IS-LM padrão, infestado de rigidezes e a altamente flexível velocidade de circulação da moeda, a visão de Kaldor de economia monetária mais tarde flutuou para uma mais radical e heterodoxa instância, o que a tornou incompatível com a teorização neoclássica (Lavoie, 1991, p. 264).

A oposição de Kaldor à TQM sempre foi explícita e direta. Seu ceticismo a respeito da relevância da oferta de moeda seja como variável explicativa seja como política era total. Era a variação na taxa de juros que transmitia o impacto da política monetária sobre as variáveis reais. Na opinião de Desai (1989, p. 173),

este mecanismo é o mesmo tal como descrito por Thornton em seu *Paper Credit* [1802]. A diferença entre a taxa de lucro dos investimentos (em capital fixo, em estoques, em ativos financeiros) e a taxa de juros dos empréstimos monetários que é a determinante crucial. Mas, para Kaldor, a elasticidade-juros dos investimentos fixos é muito pequena. As várias razões para isto – baixa elasticidade das taxas longas em relação às taxas curtas, restrições de capacidade sendo mais importantes que outras considerações nas decisões de investimento, a ampla margem absoluta entre a taxa de lucro e a taxa de juros de longo prazo – são descritas no *memorandum* para o Comitê Radcliffe.

Tipicamente para um documento dos anos 1950's, o efeito das variações da taxa de juros sobre as compras a prestações é pensada ser o único efetivo canal de controle da atividade real. Mas dada a baixa elasticidade-juros, amplas variações seriam requeridas nas taxas de juros para a 'sintonia-fina' da economia, e isto não era defendido, pois tornariam as taxas de juros instáveis.

Kaldor chegou, ao longo de sua crítica ao monetarismo, a colocar em plano secundário a função demanda por moeda keynesiana. Mas Desai (1989, p. 177) argumenta que "ele nunca desenvolveu plenamente este lado 'positivo' de sua teoria monetária. Seu interesse fundamental, nos últimos dez anos de sua vida, foi combater o monetarismo. Nesta batalha, ele usou a teoria econômica, que foi sua melhor arma, e também debateu a evidência empírica, mas reconheceu sempre que a estrutura teórica e empírica do monetarismo que ele desafiou era uma maciça digressão. Ele viu tão claramente as questões de classe e poder que enterrou o coração na batalha".

Mas Kaldor forneceu elementos inestimáveis para a construção da TAM. "Se esta for bem sucedida, será um duradouro tributo à cruzada de Nicky contra o monetarismo e por uma melhor teoria monetária" (Desai, 1989, p. 181).

5 Combate de Kaldor ao monetarismo

Kaldor afirmou, em discurso na *House of Lords* (20 de julho de 1977): "Em minha opinião, monetarismo está destinado ao colapso porque somente pode ter sucesso, se é bem sucedido, pela ruína da indústria, antes de ter sucesso em tornar o trabalho mais submisso" (Kaldor *apud* Thirlwall, 1987, p. 301).

As personalidades envolvidas com o monetarismo possuem firmes afinidades com as idéias dos filósofos liberais ingleses dos séculos XVIII e XIX, o que inclui a doutrina da TQM. Como Kaldor notou, o "novo monetarismo" foi uma revolução de Friedman simplesmente no sentido que ele deu bases empíricas coincidentes com sua própria ideologia política do *laissez-faire*. O monetarismo na América está relacionado com os ideais conservadores do país e a antipatia ao Estado, classificado como inimigo da liberdade. Ao contrário, a visão monetária de Kaldor pressupõe ou implica em ideologia de esquerda.

Embora ele se situasse na esquerda, no espectro político, em termos de teoria econômica estava na tradição keynesiana, mesmo superando a síntese neoclássica e criticando alguns pontos da teoria monetária do próprio Keynes. Ele enxergou a natureza autônoma do setor privado. Não defendia mais governo controlando a economia. Não se opôs à regra de crescimento monetário não-discrecional, mas pensava que era grande ilusão acreditar que isto estabilizaria a quantidade de moeda ou os movimentos na renda nominal e no nível de preços. A política de rendas seria

condição necessária, para o controle da inflação, e condição suficiente, pelo menos antes do nível de pleno emprego ser alcançado.

Thirlwall (1987, p. 303) resume as proposições básicas do moderno monetarismo, que Kaldor atacou tão veementemente.

Primeira, o estoque de moeda determina a renda nominal. Uma função demanda por moeda estável implica que variações na oferta de moeda conduzem, via “efeito saldo real”, a aumento no nível geral dos preços. Implicitamente assume que a oferta de moeda é exogenamente determinada. Em alguns *papers* de Friedman ([1992] 1994, p. 39), “é jogada de helicóptero”...

Segunda, o mecanismo de transmissão direto da moeda à renda nominal ocorre através da substituição da moeda por longa faixa de ativos (inclusive reais), e não somente por títulos, como na *Teoria Geral* de Keynes.

Terceira, a política monetária seria julgada pelo que está acontecendo no estoque nominal de moeda, não pelo que está acontecendo na taxa de juros, desde que muitas das importantes taxas de retorno dos ativos não são observáveis. Para evitar inflação, a política monetária seria conduzida de maneira a assegurar crescimento estável para a oferta de moeda, semelhante à taxa implícita de crescimento do produto potencial da economia.

Quarta, o setor privado da economia é inerentemente estável, sempre tendendo para o pleno emprego em longo prazo, por isso que política de estabilização governamental acaba sendo, no máximo, apenas supérflua, no pior, desestabilizante. De mesma forma, gastos governamentais meramente fazem *crowding out* aos gastos privados, disputando e absorvendo recursos reais e/ou financeiros.

Quinta, não há *trade-off*, no longo prazo, entre desemprego e inflação. Tentativas de o governo gastar, com expansão monetária, para combater o desemprego, somente provocarão aceleração da inflação. No pensamento monetarista, é mais importante controlar inflação do que combater o desemprego.

Sexta (e última): na doutrina do monetarismo, há forte fé nas supostas virtudes (e ética) dos mecanismos de mercado.

Friedman subscreveria todas essas proposições. Enquanto teoria da causa do processo inflacionário, a TQM constitui análise dos fatores que determinam a quantidade real de moeda que a sociedade deseja reter. Em sua visão, variações na posse de saldos reais desejados só ocorrem muito lentamente, enquanto variações na oferta nominal de moeda podem ocorrer independentemente da demanda. Logo,

variações no nível de preços ou renda nominal são, invariavelmente, o resultado de variações anteriores na oferta de moeda nominal.

Uma vez que a função demanda por moeda tenha sido especificada, tudo que se necessita é a função oferta, e preços e renda nominal são o resultado dessa interação. A oferta de moeda depende, primeiro, do montante da base monetária, que é dependente das atividades das autoridades monetárias e do balanço de pagamentos; segundo, da relação entre os depósitos bancários e as reservas bancárias na base monetária; e, terceiro, da relação dos depósitos do público não-bancário com o papel-moeda em poder do público. A demanda por moeda depende de: a riqueza total, a divisão da riqueza entre formas humana e não-humana, as taxas esperadas de retorno da moeda e outros ativos, e a utilidade atribuída aos serviços da moeda relativa à dos outros ativos. Se a oferta de moeda não afeta os fatores reais dos quais a demanda por moeda depende, o efeito de variações na oferta de moeda ocorre sobre os preços, “em pleno equilíbrio”.

Friedman é crítico dos keynesianos por se apegarem à visão de que variações na oferta de moeda produzem variações na demanda por moeda via taxa de juros, tanto que a velocidade de circulação da moeda é vista como ajustando-se, de maneira passiva, às variações no estoque nominal de moeda. Em seu modelo, a demanda por moeda (estritamente para atender às necessidades transacionais) é relativamente inelástica aos juros, com variações na oferta de moeda afetando a renda nominal através da substituição da moeda por ampla faixa de ativos.

A abordagem de *portfolio* para a demanda de ativos é, na atualidade, geralmente aceita. Não é a questão que cria divisão entre monetaristas e keynesianos. As questões que os dividem estão muito mais fundamentalmente relacionadas com fatores como: se a oferta de moeda é exógena ou endógena para o sistema econômico; se a direção de causação é da moeda para os preços, ou vice versa, e se preços podem crescer independentemente de acréscimos anteriores na moeda; se o setor privado da economia é inerentemente estável, e se governos podem exercer influência estabilizadora sobre a economia.

Os dogmas do monetarismo podem ser reduzidos a quatro proposições-chaves, segundo Thirlwall (1987, p. 305), interpretando Kaldor. Quanto à primeira proposição monetarista, que afirma as flutuações na quantidade de moeda serem a causa dominante das flutuações no nível de preços, a argumentação kaldoriana é no sentido de mostrar que suas premissas são falsidades científicas. Primeiro, é falso que a oferta de moeda seja a determinante do sistema econômico e não, a determinada ou, em outras palavras, que a oferta de moeda seja exógena e não endógena, respondendo às

necessidades dos negócios. Segundo, não é verdade que a demanda por possuir moeda é estável. Finalmente, não se confirma que variações na oferta de moeda precedem variações nos preços e renda e (se isto ocorre), necessariamente, implica que as defasagens entre variações na moeda e variações nos preços e renda são uniformes.

Sobre a questão de se a oferta de moeda é endógena ou exógena, Kaldor defende que, em economia de pura moeda creditícia, a oferta de moeda nunca pode estar com excesso em relação ao montante que os agentes econômicos desejam reter. Então, não se deve dizer que o nível de gastos cresce em consequência de acréscimo no montante de moeda bancária possuída pelo público. Pelo contrário, é o crescimento no nível desejado de gastos que conduz ao acréscimo no montante de moeda bancária.

O banco central não possui controle direto sobre o montante de moeda possuído pelo público não-bancário sob forma de depósitos bancários. O único meio pelo qual pode tentar influenciar é atingindo a demanda através das taxas de juros.

Se a oferta de moeda é endógena, surge o famoso contra-argumento de Kaldor: uma firme correlação entre a quantidade de moeda e a renda nominal é evidência não do poder da política monetária, mas precisamente o oposto, que a oferta de moeda responde, elasticamente, às necessidades das trocas. Quanto maior a resposta da oferta de moeda às variações no valor das transações, mais estável a velocidade de circulação da moeda parecerá ser. A questão, contudo, não é se a demanda por moeda é estável ou instável, e elástica ou inelástica, mas quanto dinheiro há em estoque (“entesourado”) e quanto em circulação.

Sobre a questão das defasagens (*lags*), a mera existência de defasagens temporais, com as variações na oferta de moeda aparentemente precedendo as variações na renda nominal, não é em si evidência da oferta de moeda ser exógena ou evidência da direção da causalidade. Por exemplo, suponha-se que haja aumento autônomo nos planos de gastar. O impacto inicial seria reduzir estoques de bens. Repor estoques requer financiamento (motivo *finance* para demanda por moeda) e leva tempo. Então, variações na oferta de moeda podem ser observadas precedendo variações na renda, mas a variação na quantidade de moeda não é necessariamente a causa. O fato que o evento A preceda B não significa que A causa B, e logicamente o fato que o evento B ocorra após A não elimina a possibilidade de que B é a causa de A. Duas metáforas ilustram o argumento: a primeira é que “vulcões entram em erupção após seu barulho, e a erupção é a causa do barulho e não vice versa”; a segunda é que, “antes do Natal, geralmente, há expansão monetária, mas o Natal é a causa, e não o contrário”...

Para o argumento de defasagem ser levado a sério, ela deve ser ao menos uniforme. Mas o que se pode dizer sobre teoria (TQM) que, quanto mais é testada, mais aponta relação entre as duas variáveis – expansão monetária e nível geral de preços – “longa e variável”?

Deve-se observar que Friedman chega a admitir que a relação entre moeda e preços possa ser perturbada por fatores tais como: expectativas, preços importados, variações na taxa de câmbio, etc., mas enfatiza o ponto que nenhuma inflação pode persistir sem crescimento monetário excedendo o crescimento do produto. Este ponto, entretanto, não é o mesmo que sustentar que a inflação sempre origina nos fatores monetários. Tem mais a ver com o “postulado da validação monetária” da TAM, ou seja, a expansão monetária sanciona, mas não causa inflação.

Sobre a natureza autônoma da oferta de moeda, a própria base monetária não pode ser vista como exogenamente determinada, se é alterada para as autoridades monetárias assegurarem financiamento dos débitos governamentais e estabilizarem as taxas de juros. Nem a exigência de manutenção de determinada proporção de encaixe monetário nem a de carteira compulsória de ativos providenciam controles efetivos, quando o Banco Central atua como emprestador de última instância para o sistema bancário, e quando há vários meios abertos aos bancos para manter a desejada proporção de liquidez, sem recurso ao crédito do Banco Central.

A segunda proposição monetarista examinada por Kaldor, ainda segundo Thirlwall (1987, p. 309), é se o financiamento governamental é a maior causa do crescimento monetário. Déficits governamentais podem ser financiados através de três grandes instrumentos: primeiro, literalmente imprimindo moeda; segundo, vendendo títulos aos bancos; terceiro, vendendo títulos ao público não-bancário. Muitos países não recorrem ao primeiro método. Tentam “fundar” a dívida, vendendo títulos ao setor não-bancário, para neutralizar o efeito do acréscimo do gasto governamental sobre a oferta de moeda. Se o Tesouro Nacional vender os títulos aos bancos, não é criado *fundings* estável para a dívida pública. Fundar a dívida pública dessa forma não leva ao fim da expansão monetária, através das inovações financeiras.

Kaldor mostrou que não há relação entre o tamanho da necessidade de financiamento do setor público (NFSP) e o crescimento da “quase-moeda” (M4). Variações nesta oferta de moeda ampliada são influenciadas, predominantemente, por empréstimos bancários ao setor privado, por sua vez, determinados pela demanda de crédito.

A terceira proposição a ser discutida é se o gasto governamental e o seu financiamento afastam (*crowds out*) o gasto privado. Primeiro, deve-se distinguir *crowding out* de recursos produtivos (logicamente impossível com capacidade ociosa) do *crowding out* financeiro. Este pode ocorrer se as taxas de juros se elevarem quando o governo colocar sua dívida. Mas isto não é inevitável. Depende da política monetária, das expectativas do público a respeito das futuras taxas de juros, e de que grau a “poupança” financeira cresce quando a renda cresce. Mas deve-se lembrar que, se o argumento *crowding out* tem força, da mesma forma, cada gasto privado também provoca *crowding out*. Neste sentido, não há nada especificamente pernicioso no gasto público. O debate, na verdade, deve ser a respeito dos méritos relativos do gasto público e de cada gasto privado.

A última questão é se políticas expansionistas da demanda, iniciadas pelo governo, podem aumentar o emprego e declinar o desemprego, permanentemente. A resposta depende se o desemprego é involuntário ou voluntário, e se redução nos salários reais poderia provocar aumento no emprego, sem resistência dos trabalhadores. Monetaristas, ao contrário dos keynesianos, insistem em assumir que todo desemprego é voluntário. Na “versão fraca” de sua doutrina, assumem que leva tempo para os trabalhadores ajustarem salários aos preços, através de expectativas adaptativas, podendo então haver *trade-off* em curto prazo entre inflação e desemprego. Na “versão forte”, os macroeconomistas novoclássicos assumem expectativas racionais e ajustamento instantâneo, excluindo mesmo o *trade off* em curto prazo. A doutrina das expectativas racionais é usada para negar a existência de desemprego involuntário. Por este argumento, alto desemprego é explicado pela taxa esperada de inflação, não pela deficiência de demanda agregada.

A doutrina das expectativas racionais é o suporte conveniente para justificar a antipatia do “novo monetarismo” em relação à política ativa intervencionista do governo e a simpatia em favor da adoção de regras não-discrecionárias, para orientar a conduta da política econômica. Sob a hipótese de expectativas racionais, não há espaço para a política ativa influenciar eventos, porque se tais eventos produzidos pela política são sistemáticos, os agentes privados adaptar-se-ão. Desse modo, tornarão ineficaz a política, neutralizando-a.

Na realidade, quando os países transformaram-se em laboratórios para experimentar a doutrina do monetarismo, esta se mostrou ser um guia desencaminhador e custoso socialmente. Não há caso em que tenha conduzido a política econômica para cumprir a promessa de simultânea realização do pleno emprego, crescimento constante e estabilidade dos preços.

Conclusão

Os dogmas do monetarismo, que se tornaram guia da condução da política econômica dos anos 70's e pelo menos metade dos 80's, podem ser reduzidos a quatro proposições-chaves. A primeira é que a inflação é apenas fenômeno monetário em sentido causal direto. Custos não causam inflação. A segunda vê o financiamento governamental como a maior fonte de expansão monetária. A condição necessária para controle da oferta de moeda é o controle dos gastos do governo. A terceira enxerga o gasto governamental afastando o gasto privado. Com isso, tira efetividade da política de estabilização, se ela não realizar corte de despesas do orçamento público. A quarta proposição-chave afirma que o gasto governamental não consegue criar empregos duradouros, porque desaparece, no longo prazo, a ilusão monetária e, com ela, o *trade-off* entre inflação e desemprego. Ao contrário, há uma "taxa natural de desemprego" determinada por fatores reais e, se governos tentarem manter o desemprego abaixo dessa taxa, ocorrerá sempre aceleração da inflação.

Para se superar o monetarismo, seria necessária a crítica radical ao seu alicerce teórico, ou seja, à Teoria Quantitativa da Moeda. Em época de depressão e deflação, Keynes contemporizou. O combate mais profundo à teoria e à prática do monetarismo, em conjuntura de elevação da inflação, foi iniciado pelo Relatório Radcliffe, no final dos anos 50's, e dado continuidade, entre outros, por Kaldor, ao longo de três décadas, até sua morte em 1986. Sua luta ocorreu tanto em termos teóricos quanto no debate das implicações políticas. Presenciou o fracasso prático do monetarismo, mas não chegou a vivenciar a fase em que a política monetária, praticamente em todo o mundo, foi substituída pela adoção de regime de meta de inflação com uso privilegiado do instrumento taxa de juros e não mais do controle monetário.

Da obra desses combatentes são deduzidos postulados da Teoria Alternativa da Moeda. São eles, resumidamente, a instabilidade da velocidade de circulação da moeda, a necessidade de validação monetária (*ex-post*) de decisões (*ex-ante*), a oferta de moeda endógena, a não-neutralidade da moeda. Eles reúnem, conjuntamente, maior capacidade de convencimento a respeito dos limites colocados à política monetária. Não se deduz da teoria abstrata, diretamente, a prática de determinada política econômica. Mas a teoria pura adequada, depois de ser mediada por outros conhecimentos, propicia melhores condições ao exercício da arte da economia.

Referências bibliográficas

CARVALHO, F. J. C.. O caminho da revolução: o *Treatise on Money* na revolução keynesiana. *Ensaio de Teoria Pós-keynesiana*. Fortaleza: EUFC, 1987.

- CHICK, Victoria. *The theory of monetary policy*. Oxford: Basil Blackwell, 1973.
- DESAI, Meghnad. The scourge of the monetarists: Kaldor on monetarism and on money. In: LAWSON, T.; PALMA, J. C.; SENDER, J. (Ed.). *Kaldor's political economy*. London: Academic Press Limited, 1989.
- FRIEDMAN, Milton [1992]. *Episódios da história monetária*. Rio de Janeiro: Record, 1994.
- GALBRAITH, J. K. [1975]. *Moeda: de onde veio, para onde foi*. São Paulo: Pioneira, 1983.
- HANSEN, A. H. [1953]. *Guia para Keynes*. São Paulo, Vértice, 1987.
- HARCOURT, G. C.. O legado de Keynes: métodos teóricos e assuntos inacabados. In: AMADEO (Ed.). *John M. Keynes: cinquenta anos da Teoria Geral*. Rio de Janeiro: INPES/IPEA, 1989.
- HARROD, R. F.. *La vida de John Maynard Keynes*. México: Fondo de Cultura Económica, 1958.
- HICKS, John [1937]. Keynes e os clássicos. *Clássicos de Literatura Econômica*. Rio de Janeiro: IPEA-INPES, 1988.
- _____ [1967]. Una sugerencia para simplificar la teoria monetaria (fevereiro de 1935). *Ensayos Críticos sobre Teoría Monetaria*. Barcelona: Ariel, 1975.
- _____ [1973]. Recordações e documentos. *Perspectivas econômicas: ensaios sobre moeda e crescimento*. Rio de Janeiro: Zahar, 1978.
- _____ [1982]. Prefacio. Los fundamentos de la teoría monetaria. El tiempo en la economia. *Dinero, interés y salarios*. México: Fondo de Cultura Económica, 1989.
- _____ [1983]. La formacion de un economista. *Clásicos y modernos: ensayos sobre teoría económica*. México: Fondo de Cultura Económica, 1989.
- KAHN, Richard. *The making of Keynes' General Theory*. Cambridge: Press Syndicate of the University of Cambridge, 1984.
- KALDOR, Nicholas [1982]. *Le fleau du monetarisme*. Paris: Economica, 1985 (contém *The Radcliffe Report*).
- KEYNES, J. M. [1923]. *Breve tratado sobre la reforma monetaria*. México: Fondo de Cultura Económica, 1992.
- _____ [1936]. Prefácio à edição francesa. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Abril Cultural, 1983.
- LAVOIE, M. Change, continuity, and originality in Kaldor's monetary theory. In: NELL, E.; SEMMLER, W. (Ed.). *Nicholas Kaldor and mainstream economics: confrontation or convergence?* London: Macmillan, 1991.

Fernando Nogueira da Costa

LOPES, C. M.; ANDRADE, J. P. Moeda, crédito e ciclos em Marshall. In: SILVA, M. L. F. (Org.). *Moeda e produção: teorias comparadas*. Brasília, DF: Ed. UnB, 1992.

ROBINSON, J. *Heresias econômicas*. Lisboa: Assírio & Alvim, 1976.

THIRLWALL, Anthony P. *Nicholas Kaldor*. Washington Square: New York University Press, 1987.